

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

1 / 2016 - SUPPLEMENTO

ISSN: 2036-4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione

R. Maserà - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, I. Sabatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valenzise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

L. Di Brina, M. Pellegrini, I. Sabatelli, M. Sepe

INDICE

FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>Presentazione</i> (Presentation).....	1
VIRGINIA D'ALESSANDRO – <i>La procedura sanzionatoria amministrativa nei mercati finanziari</i> (The administrative sanction procedure in the financial markets).....	3
FABIANA DI LERNIA – <i>Le crisi bancarie alla luce del Single Resolution Mechanism: la rivoluzione del bail-in</i> (The banking crisis in the light of the Single Resolution Mechanism: the Bail-in revolution).....	23
FRANCESCO DI PERNA – <i>Lo shadow banking system e il ruolo dei fondi di credito nell'intermediazione creditizia la "zona d'ombra" della vigilanza prudenziale</i> (The shadow banking system and the role of credit funds in the loan. The grey area of the prudential supervision).....	36
EMANUELA NAPOLI – <i>La nuova disciplina dei conflitti di interesse nei fondi pensione alla luce del d.m. 166/2014: aspetti sostanziali e profili applicativi</i> (Conflicts of interest in private pension funds in the light of the Ministerial Decree 166/2014)...	54
GIULIA SESTI – <i>Going further on investors' protection: product governance, product intervention and the role of ESMA</i>	82

PRESENTAZIONE

(Presentation)

La *'Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia'*, edita dalla *'Fondazione Gerardo Capriglione Onlus'*, è lieta di ospitare, in un apposito *Supplemento*, i lavori di alcuni giovani che hanno frequentato il *Master* universitario di secondo livello in *'Regolazione dell'attività e dei mercati finanziari'*, tenuto presso l'Università Luiss G. Carli di Roma.

Tale riconoscimento vuole premiare l'impegno e l'esito positivo conseguito nel corso delle lezioni, al termine delle quali i partecipanti al *Master* hanno presentato una tesina su tematiche affrontate durante l'anno accademico. Come nel passato, sono stati selezionati alcuni tra i lavori presentati, sulla base di una valutazione che tiene conto non solo dei dati informativi e dell'apparato conoscitivo ai medesimi sotteso, ma anche della capacità di analisi critica degli estensori.

Gli elaborati offrono al lettore un interessante 'spaccato' delle materie oggetto d'insegnamento, evidenziando apprezzabili spunti d'indagine sulle problematiche giuridiche ed economiche di una realtà globale. I contributi attestano i profili d' eccellenza dell'insegnamento praticato, di certo in grado di facilitare il processo di maturazione culturale di giovani destinati a far parte della futura classe dirigente italiana. Da essi emerge, altresì, la specifica rilevanza del metodo interdisciplinare che contraddistingue le docenze del *Master*, cui si deve la possibilità di riuscire a calibrare nei giusti termini il riferimento alla teoria con la verifica delle concrete forme operative dell'attività finanziaria.

La frequenza ai corsi - in un momento storico che si connota per l'incertezza e per le difficoltà che i giovani incontrano nella transizione dagli 'studi' alla 'ricerca di una soddisfacente occupazione' - concorre nel migliorare la formazione e, dunque, nell'incrementare le opportunità di chi deve affrontare i non

agevoli percorsi della vita lavorativa. Nella consapevolezza di tali difficoltà il direttore ed i coordinatori del *Master*, seguendo una tradizione ormai consolidata negli anni, profondano i loro sforzi affinché i giovani sappiano che si continua a credere in loro, traendo da questo convincimento la *fiducia* di cui essi necessitano.

Roma, Luglio 2016

Francesco Capriglione

LA PROCEDURA SANZIONATORIA AMMINISTRATIVA NEI MERCATI FINANZIARI.*

*(The administrative sanction
procedure in the financial markets)*

ABSTRACT: *The purpose of this paper is to provide an overview on main amendments introduced on the Italian legal and regulatory framework governing the administrative sanction proceedings of the Italian Independent Supervisory Authorities.*

Incremented need of rules' harmonization arisen during the worldwide financial crisis and the strict approach of European Union Court of Justice (i.e., judgment Grande Stevens v. Italy) have represented a significant opportunity to reflect, in a prospective way, on the possible strengthening - in the Italian legal system - of guarantees laid down for procedures vis-à-vis Independent Supervisory Authorities. This paper, by specifically describing each new provision, focuses on differences with the previous system and that currently in force.

SOMMARIO: 1. Il contesto normativo: la CRD IV e il suo recepimento. - 2. Il procedimento sanzionatorio dopo la c.d. sentenza *Grande Stevens* - 3. Le modifiche della normativa primaria: il rafforzamento del contraddittorio - 4. I Regolamenti sul procedimento sanzionatorio. - 5. Conclusioni.

1. La crisi economica e finanziaria innescata negli Stati Uniti nella seconda metà del 2007 a seguito delle vicende legate ai mutui *subprime*, ed esplosa con il *default* di Lehman Brothers a settembre del 2008, ha fatto emergere tutte le criticità insite nel processo d'integrazione bancaria e finanziaria europea. In quegli anni, infatti, il modello della vigilanza armonizzata ripartita su base nazionale si è dimostrato quanto mai inadeguato a contenere gli effetti della crisi stessa .

Di fronte alla constatata insufficienza dell'armonizzazione delle regole, alla

*Contributo approvato dai revisori.

evidente connessione fra crisi finanziaria e debito sovrano e alla limitatezza della dimensione nazionale rispetto alla dimensione sovranazionale dei problemi, gli Stati e le Istituzioni europee optarono per le formulazioni elaborate dal Gruppo de Larosière¹, le quali individuavano come obiettivo quello di assicurare maggiore uniformità delle norme regolamentari e di eliminare le forme di eccezione o deroga frutto della autonomia lasciata nel tempo ai legislatori nazionali.

Da qui è nata l'esigenza di realizzare una vera e propria *Banking Union*², un'architettura complessa il cui tratto distintivo è quello della vigilanza pienamente integrata e con la quale *“non si mira più solo alla realizzazione di un mercato unico, ma a creare un unico sistema bancario”*³.

L'ambizioso progetto dell'Unione Bancaria, elaborato dal Consiglio europeo e approvato dalla Commissione nel 2012, si è presentato nella realtà come una fattispecie a formazione progressiva che ha visto e vede tutt'oggi il coinvolgimento di molte istituzioni (Banca Centrale Europea - "BCE", Autorità Bancaria Europea - "ABE", European Securities and Markets Authority - "ESMA") e si fonda su tre pilastri:

- i) un Meccanismo Unico di Supervisione (nella denominazione inglese *Single Supervisory Mechanism, SSM*)⁴;

¹Per una descrizione e analisi dettagliata del Rapporto redatto dagli esperti del Gruppo presieduto da Jacques de Larosière cfr. SABATELLI, *“La supervisione sulle banche. Profili evolutivi”*, Wolters Kluwer Italia, 2009, da p. 221e ss.

²Cfr. TORCHIA, *“L'Unione bancaria europea: un approccio continentale?”* in *Giornale di diritto Amministrativo*, I, 2015, che spiega come il punto di partenza del processo di formazione dell'Unione Bancaria sia stata *“la constatazione della inidoneità dell'assetto preesistente a fronteggiare la crisi del sistema bancario, con gli ormai evidenti ed inevitabili effetti sul sistema economico e sullo stesso debito sovrano”*, p. 12.

³Cfr. BRESCIA MORRA, *“Le forme della vigilanza”* in *Manuale di diritto bancario e finanziario* a cura di CAPRIGLIONE, 2015, p. 200 e ss.

⁴È stato approvato il Regolamento UE n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre che prevede l'attribuzione alla BCE dei compiti di vigilanza prudenziale sulle banche dell'area dell'euro a far data dal 4 novembre 2014. A tal proposito si veda PEREZ, *“Il Meccanismo europeo di vigilanza e la ripartizione delle competenze”* in *Giornale di diritto Amministrativo*, V, 2015, pp. 589 e ss.; si veda anche CHITI, *“Il Meccanismo di vigilanza unico: un passo avanti e tre problemi”*, in *Giornale di diritto Amministrativo*, 11, 2013; WINDTHORST, *“European stability mechanism and Banking Union. Principles and Challenges”*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2014; DI MARCO, *“Il controllo delle banche nell'UEM: La (problematica) nascita di un sistema integrato di vigilanza prudenziale”*, in *Diritto dell'unione europea*, n. 3/2013, pp. 549 ss.

- ii) un Meccanismo Unico di Risoluzione delle crisi bancarie (nella denominazione inglese *Single Resolution Mechanism, SRM*)⁵; e
- iii) un Sistema Europeo di Garanzia sui Depositi (*Deposit Guarantee Schemes*)⁶.

Tra i primi interventi normativi orientati alla realizzazione del progetto dell'Unione Bancaria, oltre alla riforma⁷ che ha creato il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF), va ricordato il c.d. "pacchetto CRD IV", il quale, al termine di un lungo *iter* legislativo⁸, risulta composto dal regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 ("CRR") e dalla direttiva 2013/36/UE del 26 giugno 2013 che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE⁹.

La scelta politica adottata dal legislatore europeo di affiancare alla direttiva il regolamento risulta motivata dalla volontà di dare alle regole un'applicabilità diretta agli enti creditizi e alle imprese di investimento europee, così da raggiungere

⁵È stato approvato il Regolamento UE n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 luglio 2014, che attribuisce al *Single Resolution Board* (SBR) compiti per la gestione delle crisi di banche e prevede la creazione di un Fondo unico per la risoluzione delle banche, il quale è in parte regolato dal Trattato intergovernativo firmato il 21 maggio 2014. Cfr. a tal proposito BARONCELLI, "L'Unione bancaria e il meccanismo di risoluzione delle crisi", in *Quaderni costituzionali*, a. XXXIV, n. 2, giugno 2014, pp. 447 ss.

⁶Argomento affrontato con l'aggiornamento della direttiva in materia (Dir. 2014/49/UE del 16 aprile 2014, rifusione della direttiva 2009/14/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 marzo 2009, recante modifica della direttiva 94/19/CE relativa ai sistemi di garanzia dei depositi per quanto riguarda il livello di copertura e il termine di rimborso). Il Decreto legislativo 15 febbraio 2016, n. 30 di attuazione della Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio è stato pubblicato in GU l'8 marzo 2016.

⁷La riforma che istituisce il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF) si compone di quattro regolamenti: nn.1092/2010, 1093/2010, 1094/2010 e 1095/2010.

⁸Probabilmente, tra i motivi che hanno determinato il ritardo dell'approvazione a livello europeo del *pacchetto CRD IV* si riconduce il tema particolarmente controverso delle politiche di remunerazione dei *managers* che in tale normativa trovano stabilito un tetto alla parte variabile. Sul tema cfr. ACCETTELLA, "L'Accordo di Basilea III", in *Banca Borsa e Titoli di credito*, n. 4, 2013, pp. 462 e ss.

⁹Tali nuovi provvedimenti (cd. Level 1 text) – che sostituiscono integralmente la Direttiva 2006/48/CE ("CRD") relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al loro esercizio, e la Direttiva 2006/49/CE ("CAD") relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi – costituiscono il quadro normativo di riferimento nell'Unione europea per banche e imprese di investimento (SIM) dal 1° gennaio 2014. Cfr. il documento per la consultazione "Applicazione in Italia del Regolamento (UE) n. 575/2013 e della Direttiva 2013/36/UE" della Banca d'Italia, pubblicato in agosto 2013.

un forte grado di omogeneità all'interno degli ordinamenti giuridici nazionali¹⁰.

Nello specifico, la Direttiva, attraverso norme di massima armonizzazione, ha *“come obiettivo e come oggetto il coordinamento delle disposizioni nazionali relative all'accesso all'attività degli enti creditizi e delle imprese di investimento, le modalità della loro governance e il relativo quadro di vigilanza”*¹¹.

Il Regolamento, invece, con un testo di 521 articoli, introduce regole uniformi concernenti i requisiti prudenziali di cui devono dotarsi i soggetti sopra richiamati, ciò in virtù delle regole definite, nel dicembre 2010, dal Comitato di Basilea come successivamente modificate e integrate con l'Accordo di Basilea III.

Il pacchetto CDR IV è stato pubblicato nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea* il 27 giugno 2013, in un contesto significativamente modificato (per via dei progressi della *Banking Union*) rispetto a quello in cui è stato dato inizio alla realizzazione di questa normativa; contesto, quello iniziale, in cui il sistema dei controlli era ancora fortemente parcellizzato fra le varie Autorità nazionali.

Nell'ordinamento italiano, il recepimento della Direttiva ha visto varie fasi. Un primo intervento si è avuto con la legge 7 ottobre 2014, n. 154, cd. Legge di delegazione europea 2013-*bis* (“Legge di delegazione”) che ha conferito al Governo la necessaria delega per recepire la Direttiva (art. 1) ed ha fornito i *“Principi e criteri direttivi per l'attuazione”* della medesima (art. 3).

Dal 19 dicembre 2014 al 15 gennaio 2015, il Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro, ha sottoposto a consultazione pubblica lo schema di decreto legislativo di attuazione dell'art. 3 della Legge di delegazione contenente le proposte di modifica al decreto legislativo 1° settembre 1993, n.

¹⁰Concetto riportato sia nel 2° considerando della Direttiva che nel 12° considerando del Regolamento, il quale precisa: *“L'introduzione dei requisiti prudenziali mediante regolamento ne garantirebbe la diretta applicabilità. Ciò assicurerebbe condizioni di parità, perché eviterebbe che il recepimento di una direttiva dia origine a disposizioni nazionali diverse. Con l'adozione del presente regolamento tutti gli enti sarebbero soggetti alle stesse norme in tutta l'Unione, il che rafforzerebbe anche la fiducia nella stabilità degli enti, soprattutto in periodi di stress. L'adozione di un regolamento consentirebbe inoltre di ridurre la complessità della regolamentazione e i costi per il rispetto della normativa, in particolare per gli enti che operano su base transfrontaliera, e contribuirebbe a eliminare le distorsioni della concorrenza [...]”*; cfr. ACCETTELLA, *op.cit.*

¹¹Cfr. *considerando* n. 2 della Direttiva CRD IV.

385 (“TUB”) e al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”) attuative della CRD IV.

Da ultimo, sulla base della richiamata delega contenuta nell’articolo 3 della Legge di delegazione, le modifiche legislative necessarie per recepire la CRD IV a livello primario sono state apportate con il decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 134 del 12 giugno 2015 ed entrato in vigore il 27 giugno 2015.

Tra gli obiettivi perseguiti dalla CRD IV vi è quello di rafforzare l’efficacia del sistema sanzionatorio e di armonizzare a livello europeo i tratti essenziali della relativa disciplina, attribuendo alle autorità competenti poteri omogenei in tutti i Paesi dell’Unione per l’applicazione delle sanzioni¹².

È interessante ricordare che già nel dicembre 2010, con la Comunicazione 716 sul rafforzamento dei regimi sanzionatori, la Commissione Europea aveva posto l’attenzione sulla scarsa omogeneità delle sanzioni nel settore finanziario e sulla conseguente diversità delle prassi seguite nella repressione dei comportamenti di violazione della normativa¹³. A parità d’infrazioni, infatti, il livello delle sanzioni amministrative pecuniarie variava notevolmente negli Stati membri dell’Unione, con evidenti riflessi per la loro capacità dissuasiva nei confronti degli intermediari, in particolare quelli di grandi dimensioni. Inoltre, in alcuni ordinamenti erano completamente assenti sanzioni diverse da quelle pecuniarie (si pensi alla revoca dell’autorizzazione all’attività¹⁴) che, invece, risultano necessarie in casi

¹²Il *considerando* n. 36 della Direttiva, infatti, riporta espressamente: “*le autorità competenti dovrebbero essere autorizzate a irrogare sanzioni pecuniarie amministrative sufficientemente elevate da annullare i benefici attesi e da essere dissuasive anche per gli enti di maggiori dimensioni e per i loro dirigenti.*”

¹³Cfr. la *Comunicazione della commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni: Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari*, dell’8.12.2010 COM(2010) 716 definitivo, reperibile sul sito: www.ec.europa.eu.

¹⁴Sull’argomento cfr. TORCHIA, *op.cit.* L’Autrice fa presente che “il rilascio dell’autorizzazione creditizia viene istruito dall’autorità nazionale, che adotta un progetto di decisione, sulla base del quale propone alla BCE di procedere al rilascio dell’autorizzazione. L’Autorità nazionale è tenuta ad accertare la sussistenza dei requisiti necessari, in assenza dei quali rigetta direttamente la richiesta, senza che la decisione giunga al livello della BCE. Nel caso, invece, in cui l’Autorità

essenziali per la repressione di comportamenti scorretti. Le evidenti differenze tra gli ordinamenti nazionali nel colpire con sanzioni amministrative o penali i medesimi comportamenti creavano disomogeneità e comportavano diversa efficacia nel contrasto di comportamenti scorretti. In virtù di ciò, la Commissione esprimeva, dunque, la necessità di una maggiore convergenza dei sistemi sanzionatori per migliorare lo stesso funzionamento del sistema bancario e finanziario dell'Unione.

Tra gli interventi normativi che hanno inciso sull'evoluzione dell'intero sistema sanzionatorio, oltre alla direttiva CRD IV, un tassello fondamentale è rappresentato dal regolamento comunitario n. 1024/2013 pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea il 29 ottobre 2013 e diventato operativo dal 4 novembre 2014, che ha dato luogo all'istituzione del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU o nella denominazione inglese *Single Supervisory Mechanism, SSM*).

Come noto, con tale Regolamento si è assistito all'attribuzione alla Banca Centrale Europea di compiti specifici in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, in cooperazione con le autorità di vigilanza nazionali dei Paesi partecipanti¹⁵, nel quadro del *Single Supervisory Mechanism*. Impianto questo che supera definitivamente il precedente sistema di vigilanza nazionale armonizzata introdotto dalle direttive europee della fine degli anni Settanta del secolo scorso¹⁶.

nazionale abbia proposto alla BCE di procedere al rilascio, la BCE deve pronunciarsi entro dieci giorni e in assenza di volontà espressa si presume il silenzio-assenso. E' interessante notare che la decisione di rigetto dell'Autorità nazionale potrà essere contestata dinanzi ai giudici nazionali, mentre la decisione di rigetto della BCE dovrà essere contestata dinanzi alla Corte di giustizia europea. I casi di contenzioso nel settore sono piuttosto rari, ma in questa sorta di sistema giudiziario federale i giudici saranno chiamati a conoscere dell'applicazione delle medesime regole da parte di amministrazioni nazionali e di un'amministrazione europea [...]. I provvedimenti più importanti delle autorità nazionali possono essere adottati, infatti, solo dopo la consultazione preventiva obbligatoria della BCE e quest'ultima può anche decidere di avocare a sé la decisione."

¹⁵Cfr. CLARICH, "Le sanzioni amministrative bancarie nel meccanismo di vigilanza unico", in *Banca Impresa e società*, n. 2, 2014, il quale parla di una vera e propria "cogestione dei poteri di regolazione e amministrazione in senso stretto tra la Banca centrale europea e le autorità nazionali competenti [...] il meccanismo di vigilanza unico è un sistema, non tanto di regolazione, com'è stato fino a oggi in gran parte dei settori di intervento del diritto europeo, quanto di *amministrazione attiva*, con tutto ciò che ne consegue anche in termini di esigenza di attuare una cooperazione e integrazione tra apparati amministrativi preposti alle funzioni".

¹⁶Per approfondire il tema della necessità di superare il precedente modello della vigilanza nazionale armonizzata e del principio del *home country control* in base alle direttive 77/80(CE) e soprattutto 89/646(CE) cfr. SANTORO e TONELLI, "La crisi dei mercati finanziari: analisi e

2. La giurisprudenza sovranazionale ha contribuito in maniera considerevole alla evoluzione della disciplina sanzionatoria amministrativa. Negli ultimi anni, infatti, oltre alle pronunce di giudici nazionali sul tema¹⁷, la stessa Corte Europea dei Diritti dell'Uomo si è più volte espressa in materia di sanzioni irrogate da pubbliche amministrazioni o da autorità indipendenti, avendo specifico riguardo circa le garanzie procedurali accordate dall'art. 6 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo (d'ora in poi "CEDU"). Si ricorda a tal proposito il c.d. caso *Grande Stevens*¹⁸ che rappresenta lo snodo più recente di questa evoluzione giurisprudenziale

prospettive", voll. I e II, Milano, 2012 e 2013. Sul processo che ha portato al meccanismo di vigilanza unico, cfr. CAPOLINO, DONATO e GRASSO, "Road map dell'unione bancaria europea. Il Single Supervisory Mechanism e le implicazioni per le banche", in Fondazione Rosselli, *Diciottesimo rapporto sul sistema finanziario italiano su «Banche e ciclo economico: redditività, stabilità e nuova vigilanza»*, Milano, Edibank, 2013, pp. 199 ss.; M. MANCINI, "Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union", in Banca d'Italia, *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale*, n. 73, 2013; ANTONIAZZI, "La banca centrale europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria", Torino, Giappichelli, 2013, pp. 147 s.

¹⁷Si vedano le sentenze del Consiglio di Stato, Sez. VI, 26 marzo 2015, nn. 1595 e 1596 – Pres. Caracciolo - Estensore Giovagnoli - Arepo Bp S.p.A. c. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Per un commento si veda RAGANELLI, "Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale", in *Giornale di diritto amministrativo*, 4/2015, p. 511 e ss.

¹⁸Cfr. Sentenza Corte EDU, *Grande Stevens e altri contro Italia* - ric. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10 - depositata il 4.3.2014.

Una puntuale ricostruzione dei fatti può ricavarsi da vari articoli pubblicati in molte riviste: si vedano i contributi: ZAGREBELSKY, "Le sanzioni Consob, l'equo processo e il ne bis in idem nella Cedu", in *Giurisprudenza Italiana*, 2014, 1196; DESANA, "Procedimento CONSOB e ne bis in idem: respinta l'istanza di rinvio", in *Giurisprudenza Italiana*, 2014, 1642, nonché in *Giornale Diritto Amministrativo*, 2014, 1053, con nota di ALLENA. Sugli effetti delle sentenza v. l'ampio commento di MONTALENTI, "Abuso di mercato e procedimento Consob: il caso Grande Stevens e la sentenza Cedu", in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 5, 2015, 478/I ss; nonché i commenti di M. FLICK - NAPOLEONI, "Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto?" («Materia penale», giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul market abuse), in *Rivista delle società*, 2014, 953 ss. e anche degli stessi autori "A un anno di distanza dall'affaire Grande Stevens: dal bis in idem all'e pluribus unum?" in *Rivista AIC* n. 3, 2015; VENTORUZZO, "Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia", in *Rivista delle società*, 2014, 697; ALESSANDRI, "Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato", in *Giurisprudenza Commerciale*, 2014, 855/I; D'ALESSANDRO, "Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali", in *Dir. pen. proc.*, 2014, 614 e ss.; DE AMICIS, "Ne bis in idem e 'doppio binario' sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza 'Grande Stevens' nell'ordinamento italiano", in www.penalecontemporaneo.it, 30 giugno 2014, 1 e ss.; FIDELBO, "Il principio del ne bis in idem e la sentenza Grande Stevens: pronuncia europea e riflessi nazionali", in www.dirittopenaleeuropeo.it, 1 e ss.; GIOVANNINI - MURCIANO, "Il principio del ne bis in idem sostanziale impedisce la doppia sanzione per la medesima condotta", in *Corr. Trib.*, 2014,

ziale. In tale occasione la Corte di Strasburgo fu chiamata dagli stessi destinatari delle sanzioni Consob a verificare se sussistessero violazioni della CEDU sia sotto il profilo del principio del *ne bis in idem*, sia con riguardo al principio del contraddittorio.

Ai fini della presente trattazione occorre soffermarsi in particolare sulla seconda questione sottoposta alla Corte.

Al termine delle sue opportune valutazioni la Corte EDU si è espressa sul caso dichiarando la non conformità del procedimento sanzionatorio della Consob¹⁹ ai principi dell'equo processo, in particolare sotto i profili del mancato rispetto della parità delle armi tra accusa e difesa, e del mancato svolgimento di un'udienza pubblica sia in sede procedimentale, che in sede processuale²⁰. I ricorrenti, infatti, così come previsto dal procedimento sanzionatorio allora vigente, non avevano avuto la possibilità di conoscere o interloquire sugli atti istruttori né a mezzo di deposito di memorie e documenti, né tramite audizione orale.

Viene così riaperto un dibattito già ampiamente trattato in dottrina, e cioè se sia necessario un maggior grado di contraddittorio procedimentale nei procedimenti di regolazione davanti alle autorità indipendenti e se tali procedimenti siano basati su effettivi principi democratici. La sentenza CEDU relativa al caso *Grande Stevens*²¹, ha dunque indotto a riflettere sul complessivo sistema sanzionatorio della Consob e delle altre autorità amministrative indipendenti italiane, tra cui la Banca

1548 e ss.; TRIPODI, "Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del *ne bis in idem* in tema di manipolazione del mercato", in www.penalecontemporaneo.it, 9 marzo 2014, 1 e ss.; VIGANO, "Doppio binario sanzionatorio e *ne bis in idem*: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?", in www.penalecontemporaneo.it, 30 giugno 2014, 1 e ss. La pronuncia forma, altresì, oggetto della Relazione dell'Ufficio del Ruolo e del Massimario della Corte di cassazione n. 35/2014 dell'8 maggio 2014 ("Considerazioni sul principio del *ne bis in idem* nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, *Grande Stevens* e altri contro Italia").

¹⁹Cfr. Regolamento sul procedimento sanzionatorio approvato con delibera 18750 del 19 Dicembre 2013 e successive modifiche.

²⁰Cfr. tra gli ultimi interventi sull'argomento RAGANELLI, "Procedimento sanzionatorio Consob e giusto processo" in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc.6, 2015, pag. 769 ss.;

²¹La sentenza è divenuta definitiva, ai sensi dell'art. 43 CEDU, il 7 luglio 2014, a seguito del rigetto della richiesta di rinvio alla Grande Camera che era stata formulata dal Governo italiano. Nel caso di specie la Consob aveva sanzionato i ricorrenti per avere posto in essere un'operazione di rinegoziazione di un contratto di *equity swap* ritenuta manipolativa del mercato.

d'Italia che, *mutatis mutandis*, è dotata di una normativa sanzionatoria molto simile.

Altro aspetto rilevante che ha trovato trattazione nella decisione della Corte riguarda la questione della mancanza di effettiva separazione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie del procedimento Consob. I giudici di Strasburgo hanno sostenuto che, nonostante ci sia una certa separazione tra organi incaricati dell'inchiesta (Divisione competente per materia e l'Ufficio sanzioni amministrative) e l'organo competente a decidere sull'esistenza dell'infrazione (la Commissione), la separazione fra i diversi uffici dell'Autorità di vigilanza "*non è idonea a garantire quei requisiti di imparzialità e indipendenza*" che la CEDU richiede. Ne discende, dunque, che il principio di separazione, pur formalmente attuato tramite l'articolazione del procedimento sanzionatorio in due fasi di competenza di organi diversi, risulta nei fatti vanificato.²²

Alla luce delle illustrate dichiarazioni, poiché il procedimento sanzionatorio avanti la Consob non garantisce il pieno rispetto del contraddittorio, né Consob può essere considerata un Giudice imparziale e indipendente (principi racchiusi nella nozione di equo processo di cui all'art. 6 della convenzione CEDU) si devono ritenere violati i principi corrispondenti sanciti nel nostro ordinamento dalla legge ordinaria (vecchio art. 187-*septies* 2° comma TUF e art. 24 l. 262 del 2005)²³.

²²Cfr. RAGANELLI, *op.cit.*, il quale a p. 8 evidenzia che la "precedente procedura dettata per l'applicazione delle sanzioni amministrative dalla delibera Consob del 21 giugno 2005, n. 15086 prevedeva che le conclusioni dell'Ufficio sanzioni, incaricato insieme alla Divisione competente per materia, di svolgere l'istruttoria, fossero trasmesse direttamente all'organo competente a irrogare la sanzione (la Commissione). Gli interessati potevano presentare memorie scritte e documenti durante la fase istruttoria (innanzi alla Divisione competente per materia che aveva contestato gli addebiti e il secondo innanzi all'Ufficio sanzioni amministrative); ma nel passaggio alla fase decisoria non era previsto un ulteriore confronto con le controparti prima che l'Ufficio sanzioni amministrative formulasse le proprie conclusioni e proposte motivate e le trasmettesse alla Commissione, organo decisorio competente ad adottare la misura sanzionatoria."

²³Cfr. CLARICH - ZANETTINI, "*Le garanzie del contraddittorio nei procedimenti sanzionatori dinanzi alle Autorità indipendenti*", in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.1, 2013, p. 358-386; per analoghe conclusioni TONETTI, "*Il nuovo procedimento sanzionatorio della Consob*", in *Giornale di diritto amministrativo*, p. 1227 e ss., 2005. Sull'argomento si veda anche TROISE MANGONI, "*Il potere sanzionatorio della Consob. Profili procedurali e strumentali rispetto alla funzione regolatoria*", Milano, 2012, e dello stesso Autore, "*Procedimento sanzionatorio*

La pronuncia della Corte EDU ha fornito l'occasione per riflettere in una prospettiva di sistema su come rafforzare nel nostro ordinamento i presidi di garanzia nei procedimenti di competenza delle autorità indipendenti, dando dunque ingresso a una tutela degli stessi interessi procedurali. D'altronde accentuare il grado delle garanzie procedurali significa implicitamente migliorare la qualità della decisione del giudice, con chiari benefici anche per il funzionamento complessivo della giustizia.

3. Sulla scia dei severi orientamenti adottati in sede giurisdizionale europea e delle progressive esigenze di armonizzazione della normativa di cui si è precedentemente parlato, l'ordinamento nazionale italiano ha visto consistenti modifiche dell'intero sistema sanzionatorio, sia a livello di normativa primaria che secondaria.

I procedimenti in base ai quali la Banca d'Italia e la Consob applicano le sanzioni previste rispettivamente dal Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (il TUB) e dal Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il TUF), trovano la loro disciplina normativa primaria negli artt. 145 del TUB e 195 del TUF e, a livello di normativa secondaria, nella delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013 e successive modificazioni (di cui l'ultima: delibera n. 19521 adottata il 24 febbraio 2016) per la Consob e nel Provvedimento sulle *Sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa* del 18 dicembre 2012 e successive modificazioni per la Banca d'Italia; tali documenti rappresentano le disposizioni organizzative e procedurali interne per l'applicazione delle sanzioni adottate dalle autorità.

In attuazione della direttiva CRD IV, il 27 Giugno 2015 è entrato in vigore, a seguito dello spirare del termine di legge per la *vacatio legis*, il Decreto Legislativo n. 72 del 12 Maggio 2015 che, sulla base della delega contenuta nell'articolo 3 della legge 7 ottobre 2014, n. 154 (legge di delegazione europea 2013 – secondo semestre), ha apportato, tra le altre, diverse modifiche alle disposizioni contenute

condotta dalla Consob e garanzia del contraddittorio: profili evolutivi anche alla luce della recente giurisprudenza interna e sovranazionale", in Dir. Proc. Amm., fasc. 2, p. 597 e ss., 2015.

nel TUB nel TUF, nell'obiettivo di rivedere in modo organico la materia delle sanzioni amministrative pecuniarie e la loro procedura applicativa²⁴.

Oltre alle esigenze di armonizzazione della normativa, la *ratio* delle modifiche del procedimento sanzionatorio riposa nel poliedrico obiettivo dell'efficienza dell'intero sistema sanzionatorio. Obiettivo che nella concretezza si traduce in una compressione delle tempistiche, in una maggiore attribuzione di valenza punitiva alle sanzioni stesse e, non da ultimo, nell'esatta percezione e consapevolezza degli effetti conseguenti i comportamenti illeciti.

Il nuovo testo degli artt. 145 del TUB e 195 del TUF prevede che le sanzioni della Banca d'Italia e della Consob siano approvate con provvedimento motivato, previa consultazione degli addebiti agli interessati, i quali possono, entro trenta giorni, presentare deduzioni e *chiedere un'audizione personale in sede istruttoria* alla quale possono partecipare anche con l'assistenza di un avvocato. Attualmente, dunque, la disciplina rende accessibili (a certe condizioni) le valutazioni conclusive dell'ufficio preposto al termine della fase istruttoria e riconosce ai destinatari delle contestazioni la facoltà di presentare direttamente alla Commissione (o al Direttorio nel caso ci si interfacci con la Banca d'Italia) controdeduzioni

²⁴«Il Decreto contiene importanti novità in tema di *governance* soprattutto in relazione ai requisiti oggettivi richiesti agli amministratori e ai partecipanti al capitale. In particolare i requisiti di onorabilità e professionalità sono stati integrati con criteri di competenza e correttezza, ciò ha determinato ripercussioni sulle modalità di autovalutazione. In applicazione del principio in base al quale gli esponenti debbono dedicare tempo adeguato all'espletamento del proprio incarico, è prevista una disciplina stringente dei limiti al cumulo degli incarichi. Inoltre, sono stati attribuiti poteri rilevanti alla Banca d'Italia che, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza, può arrivare a rimuovere uno o più esponenti aziendali (o anche l'intero *board*) qualora la loro permanenza sia di pregiudizio alla sana e prudente gestione. L'autorità di Vigilanza estende i suoi poteri anche ai soggetti destinatari in outsourcing di funzioni bancarie strategiche. Viene introdotto un meccanismo per la segnalazione sia interna sia verso l'Autorità di Vigilanza, di violazioni regolamentari da parte del personale della banca (c.d. *whistleblowing*). La disciplina del conflitto di interessi viene riscritta alla luce dell'obbligo di astensione. Infine, e più importante, viene riformata complessivamente la disciplina delle sanzioni amministrative.» Fonte: www.dirittobancario.it. Inoltre, si fa presente che la delega legislativa sul tema delle sanzioni è più ampia della direttiva, poiché consente la revisione oltre che della disciplina per le violazioni poste in essere per la mancata osservanza della normativa bancaria, anche di quella prevista per le violazioni della regolamentazione in materia di intermediari e dei mercati. Cfr. sull'argomento la "Lettera di Assosime sul recepimento della direttiva CRD IV", 7/2015, reperibile sul sito www.assonime.it.

finali in forma scritta. In questo modo, sin dal momento istruttorio il diritto di difesa può essere esercitato dai destinatari, anche con l'assistenza di terzi, mediante la presentazione di deduzioni scritte e documenti, l'accesso agli atti, nonché l'audizione personale in merito agli addebiti contestati. Viene garantito, pertanto, un maggior grado di tutela al soggetto sanzionato, concedendo spazio al contraddittorio anche nella fase decisoria²⁵.

Un maggiore grado di tutela è previsto anche nella fase giurisdizionale. La nuova disciplina, infatti, stabilisce che, nel caso in cui venga proposta opposizione al provvedimento sanzionatorio, il Presidente della Corte d'appello designa il giudice relatore e fissa con decreto *l'udienza pubblica* per la discussione dell'opposizione alla quale la Corte d'appello, anche d'ufficio, dispone i mezzi di prova che ritiene necessari nonché l'audizione personale delle parti che ne abbiano fatto richiesta. Vale, al riguardo, precisare che precedentemente la corte d'appello, su istanza delle parti, aveva modo di fissare i termini per la presentazione di memorie e documenti, nonché consentire l'audizione anche personale delle parti, ma la sua decisione era una decisione adottata in *camera di consiglio* con decreto motivato.

Il rito descritto non presenta la medesima ampiezza di garanzie che è, invece, propria del processo ordinario di cognizione; poiché esso non prevede la possibilità di richiedere l'esperienza di mezzi di prova a sostegno delle proprie ragioni (siano essi prove testimoniali o accertamenti tecnici)²⁶, ma senz'altro, anche a seguito della elaborazione dei c.d. "*criteri Engel*"²⁷ ad opera della Corte EDU, si sta assistendo ad un potenziamento delle tradizionali garanzie processual-

²⁵Cfr. RAGANELLI, *op.cit.* p. 769 e ss.

²⁶Proprio la devoluzione della materia dell'impugnativa di sanzioni irrogate dalle autorità alla cognizione di un giudice vincolato al rito camerale, di fatto privo di formalizzazione (in quanto opera in assenza di qualsiasi predeterminazione da parte del legislatore di forme e termini) è stata ritenuta idonea a integrare le carenze del procedimento tenutosi dinanzi all'autorità di vigilanza.

²⁷Cfr. Corte EDU, 8 giugno 1976, "*Engel e altri c. Paesi Bassi*", in <http://hudoc.echr.coe-int>; si precisa in maniera molto sintetica che essi sono: *a*) la qualificazione giuridica che l'accusa (e perciò anche l'illecito oggetto dell'accusa medesima) riceve nell'ordinamento statale; *b*) la natura dell'accusa; *c*) la natura e il grado di severità della sanzione. Per un'analisi puntuale dei criteri cfr. per tutti VINCIGUERRA, "*Il principio del ne bis in idem nella giurisprudenza della Corte Edu*", in *Diritto e Pratica Tributaria* n. 2/2015, p. 282 ss.

procedimentali.

4. Il legislatore italiano, per ragioni di coerenza, efficienza e organicità del sistema, ha esteso l'ambito applicativo delle innovazioni in materia di sanzioni al di là dello stretto ambito necessario per recepire la direttiva CRD IV (che riguarda solo le violazioni in materia prudenziale commesse da banche e SIM). Il nuovo regime, infatti, si applica a tutti i soggetti e a tutti i tipi di violazioni sottoposti al potere sanzionatorio delle Autorità di vigilanza ai sensi delle pertinenti norme del TUB e del TUF.

In conformità con quanto previsto dal nuovo art. 144 TUB e dal nuovo art. 190 TUF, all'elenco dei destinatari (società o enti) vengono dunque aggiunti anche i soggetti cui sono state esternalizzate funzioni aziendali essenziali o importanti. La *ratio* di questa scelta normativa risiede nel fatto che la disciplina delle sanzioni amministrative in materia bancaria e finanziaria risponde alla comune esigenza di garantire il rispetto delle norme poste a presidio della sana e prudente gestione dell'attività bancaria e finanziaria, nonché della correttezza e trasparenza dei comportamenti di tutti gli intermediari regolati.

Il decreto legislativo n. 75/2015, all'articolo 6, comma 2 sancisce l'applicabilità delle nuove disposizioni in materia di sanzioni amministrative nei casi di violazioni commesse dopo l'entrata in vigore delle disposizioni attuative della Banca d'Italia e della Consob, secondo le rispettive competenze, ai sensi dell'articolo 196-*bis* del TUF²⁸.

A tal proposito, la Banca d'Italia, per la propria parte di competenza, al termine di una consultazione pubblica, il 3 maggio 2016 ha emesso il provvedimento che modifica le disposizioni in materia di "*Sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa*" adottate con provvedimento della Banca d'Italia del 18 dicembre 2012. Il provvedimento è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 114 del 17 maggio 2016

²⁸L'art. 196-*bis* del TUF enuncia che "*La Consob e la Banca d'Italia, secondo le rispettive competenze, emanano disposizioni di attuazione del presente titolo*" (ovvero il Titolo II della Parte V del TUF in materia di sanzioni amministrative).

ed entrato in vigore decorsi 15 giorni dalla data di pubblicazione. In tal modo la procedura è stata adeguata alle innovazioni introdotte dalla CRD IV e al nuovo assetto derivante dall'avvio del Meccanismo di Vigilanza Unico.

Per ciò che concerne la Consob, sempre a seguito di una consultazione pubblica conclusasi il 7 dicembre 2015, il 1° marzo 2016 sono stati pubblicati gli esiti e la delibera n. 19521 del 24 febbraio 2016 concernente "*Modifiche al regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob ai sensi dell'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, adottato con delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013 e successive modificazioni*".

Da un'analisi congiunta dei Regolamenti delle Autorità di vigilanza sul procedimento sanzionatorio amministrativo (delibera n. 19521 Consob e Provvedimento 3 maggio 2016 Banca d'Italia) si può notare come la riforma sia intervenuta, in particolare, sulle regole che disciplinano:

1. L'individuazione dei destinatari delle sanzioni amministrative.

Il precedente regime previsto dal TUB e dal TUF adottava il criterio d'imputazione stabilito dall'art. 6 della legge 24 novembre 1981, n. 689, il quale, rifacendosi alla natura personale della responsabilità, definisce autore dell'illecito amministrativo soltanto la persona fisica che ha commesso il fatto e non anche un'entità astratta, come società o enti in genere. La l. n. 689 richiedendo che l'illecito sia commesso dalla persona fisica nell'esercizio delle sue funzioni o incombenze, stabilisce un criterio di collegamento che costituisce al tempo stesso il *presupposto* e il *limite* della responsabilità dell'ente (Cass. Sez. V, 25 maggio 2007, n. 12264)²⁹.

La peculiarità del sistema finanziario, a differenza della disciplina generale contenuta nella l. n. 689 citata ove il regresso è previsto come meramente facoltativo, consisteva nel prevedere un coinvolgimento della persona giuridica sulla base di un *obbligo di regresso* dell'ente creditizio, responsabile in solido, nei confronti

²⁹Cfr. GIOVAGNOLI - FRATINI, "*Le sanzioni amministrative. Raccolta completa commentata con dottrine e giurisprudenza*," Giuffrè Editore, 2009, p. 126 e ss.

dell'autore dell'illecito³⁰. Un tale sistema oltre a determinare un considerevole appesantimento dell'*iter* procedurale, realizzava un'eccessiva dilatazione dei tempi dell'attività istruttoria dell'Autorità di vigilanza, la quale doveva accertare la commissione del fatto illecito e procedere ad una non agevole individuazione sia dei soggetti che avevano contribuito a porlo in essere, sia dei soggetti che non avevano impedito che l'illecito si realizzasse. Complessità, questa, che si ripercuoteva anche nell'eventuale procedimento in sede giudiziale, nel caso di impugnazione del provvedimento sanzionatorio.

Nel nuovo sistema sanzionatorio si assiste a una inversione di tendenza: è stata sancita, la responsabilità diretta della persona giuridica (società/ente) tenuta all'obbligo oggetto della violazione. Solo in presenza di specifici presupposti, connessi essenzialmente alla gravità della condotta posta in essere, possono essere sanzionati anche gli esponenti aziendali e il personale alle dipendenze dell'ente³¹.

II. Gli importi edittali e i criteri di determinazione delle sanzioni amministrative pecuniarie.

Per espressa previsione di legge, i criteri generali previsti per la determinazione delle sanzioni dall'art. 11 della l. n. 689/1981³² sui quali si basava il previgente elenco degli elementi da valutare nella determinazione della sanzione, non trovano più applicazione alle materie regolate dal TUB e dal TUF.

Il nuovo elenco dei criteri mira a garantire nel mercato comune un sufficiente grado di dissuasività delle sanzioni amministrative applicabili agli enti creditizi e

³⁰La banca sostanzialmente assumeva un ruolo di *esattore* della sanzione amministrativa pecuniaria nei confronti del responsabile dell'illecito. Cfr. MATTARELLA, "Le sanzioni amministrative nel nuovo ordinamento bancario", in *Rivista trimestrale di Diritto Pubblico*, 1996, p. 716 ss; anche BERSANI, "La responsabilità degli intermediari finanziari", Wolters Kluwer Italia, 2008.

³¹Il documento in consultazione del 6 novembre 2015 Consob specifica che "laddove la violazione sia compiuta da una persona fisica non in quanto soggetto appartenente ad una persona giuridica, ma *motu proprio* (a titolo esemplificativo, il "chiunque"- persona fisica che sia incorso nelle violazioni previste dagli articoli 191 e 192), la sanzione sarà applicata direttamente nei confronti dello stesso a nulla rilevando, in tale ipotesi, la suesposta modifica normativa."

³²Si riporta il testo dell'articolo 11 della l. 689/1981: "Nella determinazione della sanzione amministrativa pecuniaria fissata dalla legge tra un limite minimo ed un limite massimo e nell'applicazione delle sanzioni accessorie facoltative, si ha riguardo alla gravità della violazione, all'opera svolta dall'agente per la eliminazione o attenuazione delle conseguenze della violazione, nonché alla personalità dello stesso e alle sue condizioni economiche".

alle imprese d'investimento, e tiene conto di ogni circostanza rilevante per apprezzare nel caso concreto la significatività della violazione e il suo grado di offensività o pericolosità³³.

III. Il pagamento in misura ridotta.

Allo scopo di favorire la deflazione del contenzioso, nonché la semplificazione dei procedimenti sanzionatori, la recente riforma ha introdotto diversi strumenti agli artt. 194-*quater*, *quinquies* e *sexies* del TUF.

In particolare oggi le Autorità possono (i) ordinare di porre fine alla violazione che si sta ponendo in essere, (ii) concedere, a determinate condizioni, l'estinzione della violazione tramite il pagamento in misura ridotta³⁴, (iii) valutare di non avviare il procedimento sanzionatorio nel caso di "*assoluta mancanza di pregiudizio per la tutela degli investitori e per la trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, ovvero per il tempestivo esercizio delle funzioni di vigilanza assoluta*" (c.d. condotta inoffensiva).

IV. Il regime di pubblicità dei provvedimenti in materia sanzionatoria.

In virtù di quanto puntualmente richiesto agli Stati membri dall'art. 68 della Direttiva 2013/36/UE riguardo al regime di pubblicità da adottare per i provvedimenti sanzionatori, nel nostro ordinamento si è stabilito che l'estratto del provvedimento sanzionatorio è sempre soggetto a pubblicazione, a prescindere dalla proposizione del ricorso da parte del soggetto destinatario del provvedimento stesso. Nel caso in cui venga presentato ricorso, il suo avvio e il suo esito trovano menzione, ad opera della stessa Autorità, a margine della pubblicazione.

³³Si richiama il nuovo criterio basato sulla *capacità finanziaria* del responsabile e sul concetto di *fatturato*. Per un'analisi dettagliata di entrambi i concetti si vedano gli esiti delle consultazioni proposte dalle autorità disponibili sui siti ufficiali: www.bancaditalia.it, www.consob.it.

³⁴A differenza del sistema penale, il sistema sanzionatorio amministrativo prevede che la facoltà di effettuare il pagamento in misura ridotta, come prevista dall'art. 16 della l. 689/1981, non incida sulla natura dell'illecito, che mantiene il proprio carattere amministrativo, ma semplicemente impedisce che il procedimento sanzionatorio segua il proprio naturale *iter*, approdando all'adozione del provvedimento. Dunque, se il soggetto autore della violazione accetta il pagamento in misura ridotta *ex art. 194-quinquies* del TUF, si dà luogo ad una implicita accettazione dell'avvenuto illecito e una conseguente rinuncia al diritto di difesa, poiché il provvedimento sanzionatorio non viene pubblicato dall'Autorità e il mercato non viene a conoscenza della condotta illecita del soggetto.

Alla pubblicazione del provvedimento sanzionatorio è stata riconosciuta, sia dalla giurisprudenza che dalla dottrina, la natura di sanzione accessoria con finalità punitive, in ragione del carattere afflittivo di cui essa è dotata per le ripercussioni negative conseguenti in termini di immagine e percezione sociale del soggetto sanzionato. In taluni casi, in virtù della sua incidenza su un valore fondamentale che qualifica gli operatori dei mercati, e cioè quello della reputazione e connessa fiducia, si è ritenuto che la pubblicazione del provvedimento sanzionatorio possa addirittura assumere un grado di afflittività superiore rispetto a quello della sanzione pecuniaria. Per tale ragione è previsto che le Autorità possano stabilire diverse e varie forme di pubblicazione a seconda del singolo caso (ad es. forma anonima o ritardata).

Da una analisi puntuale degli strumenti appena descritti si può notare come ciascuno abbia una sua *ratio* sottostante del tutto condivisibile, ma adottando uno sguardo che li esamina nella loro complessività, non si può non notare come essi concedano un ampio margine di discrezionalità alle Autorità sulle condotte dei soggetti vigilati.

A tal proposito vale la pena evidenziare che molti attori del mercato bancario e finanziario³⁵, da tempo, lamentano l'insufficiente determinazione degli illeciti, osservandone un contrasto con il principio di legalità, o meglio di determinatezza e tassatività enunciato in via generale per le sanzioni amministrative dalla l. n. 689/1981³⁶. Si fa presente, però, che la giurisprudenza ha sempre respinto tale censura dichiarando che le norme del TUB non costituiscono un sistema punitivo "in bianco", poiché i poteri regolamentari della Banca d'Italia non sono lasciati al

³⁵Si veda sul punto la *"Lettera di Assosime sul recepimento della direttiva CTRD IV"*, 7/2015, nt. 24.

³⁶Sull'argomento si veda CECI IAPICHINO, *"Le sanzioni amministrative"*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di GALANTI, Wolters Kluwer Italia, 2008. L'Autrice spiega come "la determinazione degli illeciti, in ossequio al criterio di ampia delegificazione che caratterizza il testo unico, è stata effettuata prevalentemente con il rinvio alle norme del TUB che disciplinano la vigilanza informativa, regolamentare e ispettiva attraverso le disposizioni, generali e particolari, emanate in attuazione dalla Banca d'Italia e, per il resto, con il richiamo a specifiche norme del TUB che, anche in tal caso, si estende alle eventuali relative disposizioni emanate dall'Autorità di vigilanza". Cfr. anche MATTARELLA, *op.cit.*, p. 695 e ss.

mero arbitrio della amministrazione, ma sono esercitati in conformità a direttive europee e a strumenti normativi primari e secondari *“in funzione integrativa, da una parte delle fattispecie sanzionatorie; e precettiva, limitativa, dall'altra degli stessi poteri di intervento”* (Cass. 23.3.2004, n. 5743).

5. Quanto si è sin qui detto circa il recente intervento normativo ad opera del D.Lgs. n. 72, del 2 maggio 2015, mostra come l'ordinamento nazionale ha ricercato, e in parte raggiunto, un maggior grado di conformità dei procedimenti sanzionatori nazionali ai principi CEDU. Una tale conformità è stata fortemente spronata dalla posizione assunta dai giudici che hanno firmato la relazione di minoranza correlata alla sentenza *Grande Stevens*, i quali, al paragrafo 33, precisano: *“Auspichiamo che la presente sentenza costituisca l'occasione per i giudici nazionali di rendere piena giustizia ai ricorrenti e che la medesima induca il legislatore italiano a porre rimedio alle mancanze strutturali del procedimento amministrativo e del procedimento giudiziario di applicazione e di controllo delle sanzioni amministrative della Consob. Se il legislatore raccoglierà tale sfida, ciò potrà rappresentare un esempio ed una fonte di ispirazione per gli altri legislatori che debbano affrontare analogo problema sistemico”*.

Tuttavia, a parere di chi scrive, sebbene la recente disciplina abbia previsto strumenti capaci di assicurare una maggiore e più diretta tutela del soggetto sanzionato dalle Autorità di vigilanza, rimane assolutamente decisivo il ruolo svolto dalla magistratura.

A tal proposito, infatti, non può passare inosservata la tendenza di sostanziale aderenza delle pronunce dei giudici alle risultanze dei provvedimenti sanzionatori adottati dalle Autorità. Tale affermazione trova fondamento nell'analisi dei dati pubblicati dalla stessa Banca d'Italia³⁷. Si riporta, a

³⁷Cfr. il documento *“Decisioni in materia di vigilanza”* disponibile sul sito ufficiale della Banca d'Italia nella sezione *“Vigilanza - provvedimenti e dati statistici sulle decisioni - Sentenze e decreti in materia di vigilanza, 2008-2014”*

mo' di campione, la tabella contenente i dati statistici relativi alle decisioni dell'anno 2014, estratta dal documento a cui si fa riferimento.

Sentenze e decreti in materia di vigilanza					
Materia	Favorevoli alla Banca d'Italia	Parzialmente favorevoli (importo sanzioni ridotto dal giudice)	Sfavorevoli alla Banca d'Italia	Altre modalità di estinzione del giudizio*	Totale
(anno 2014)					
Giudizi in materia di sanzioni ex art. 145 TUB	12	0	0	3	15
Giudizi in materia di sanzioni ex art. 195 TUF	4	0	0	1	5
Amministrazione straordinaria	8	0	0	2	10
Liquidazione coatta amministrativa	2	0	0	0	2
Autorizzazione attività e tenuta albi ed elenchi	4	0	0	2	6
Partecipanti al capitale	0	0	0	0	0
Modifiche statutarie, fusioni e cessioni	0	0	0	0	0
Accesso ai documenti amministrativi di vigilanza	1	0	0	0	1
Risarcimento danni da attività di vigilanza	2	0	1	3	6
Altro	2	0	0	1	3
Totale	35	0	1	12	48

Fonte: Banca d'Italia.

Si noti come nell'anno 2014, su un totale di 20 giudizi in materia di sanzioni ex artt. 145 e 195, nessuno di questi si è concluso con decisione sfavorevole per la Banca d'Italia; dato, questo, che non viene smentito da risultati degli anni precedenti.

Lungi dal voler attribuire un *idem sentire*, come un intreccio silenzioso, all'Autorità di vigilanza e alla Magistratura, che ne metterebbe in discussione i tratti distintivi essenziali per la loro operatività (*indipendenza, imparzialità e terzietà*), c'è da auspicarsi che una tale tendenza non debba essere attribuita ad una carenza di competenza tecnica in capo ai giudici.

Inoltre, il momento giurisdizionale, nella sua massima e pura espressione, dovrebbe rappresentare una sorta di correttivo di quel *vulnus*, da molti individuato nel procedimento sanzionatorio amministrativo, che vede una sostanziale coincidenza in capo allo stesso soggetto delle funzioni istruttoria e decisoria. Se così non fosse, e cioè, se la magistratura pronunciasse decisioni come mero

calco di ciò che viene affermato e sostenuto dall’Autorità, non si sarebbe lontani dal configurare di fatto un *giudice speciale*, in contrasto con la nostra Costituzione.

Sarà, dunque, interessante esaminare l’andamento degli orientamenti giurisprudenziali a seguito della normativa introdotta di recente, in modo da capire se gli strumenti ad oggi adottati siano effettivamente idonei a fornire un quadro completo al giudice per le sue opportune valutazioni.

Virginia D'Alessandro

LE CRISI BANCARIE ALLA LUCE DEL *SINGLE RESOLUTION MECHANISM*: LA RIVOLUZIONE DEL *BAIL-IN*.*

(The banking crisis in the light of the Single Resolution Mechanism: the Bail-in revolution)

ABSTRACT: *With the financial crisis started in 2007 in the United States, the model of financial regulation and of the real economy credit system has been questioned. Proposals towards the integration of the European System of Central Banks have been advanced, entrusting the European Central Bank a larger role as Lender of last resort. The Single Resolution Mechanism, SRM, is responsible for the centralized management of banking crisis in the euro area and represents an essential component of the Banking Union, as complement of the Single Supervisory Mechanism. The new rules allow a more ordered management of the crisis, through more efficient tools and the use of resources from the private sector, reducing the negative effects on the economic system and avoiding the cost of bailouts to encumber on taxpayers.*

SOMMARIO: 1. Verso un'Unione bancaria – 2. Il Single Resolution Mechanism alla luce della BRRD. – 3. Debt write down tool: il Bail-in. – 4. Conclusioni.

1. Con la crisi finanziaria è apparso chiaro come in molti paesi dell'Unione Europea gli strumenti di gestione delle crisi bancarie non fossero adeguati, soprattutto in un mercato finanziario integrato, con conglomerati con operatività *cross-border*.

La Vigilanza del Paese di origine aveva condotto, infatti, ad una situazione in cui lo stato di salute delle banche era pericolosamente connesso con le condizioni dello Stato di residenza della banca stessa, innescando un circolo vizioso che collegava la crisi del settore bancario al debito sovrano, rafforzandosi mutua-

*Contributo approvato dai revisori.

mente. Sono stati necessari, dunque, ingenti interventi pubblici per riportare la stabilità del mercato. I costi sia finanziari sia economici si sono tradotti in ulteriori misure da dover adottare per ridurre la possibilità e la severità dei problemi originati dal fallimento delle istituzioni finanziarie, in particolar modo delle SIFIs - *Systemically important financial institutions*.

Inoltre, la mancanza di regole uniformi ha condotto ad arbitraggi regolamentari, disfunzioni nel coordinamento tra le vigilanze nazionali, inefficace supervisione dei gruppi *cross-border*. Il risultato è stato un indebolimento delle difese per la stabilità del settore bancario europeo.

Per ovviare a tali criticità, il Comitato di Basilea ha introdotto con *Basilea III* una nuova regolazione volta a rafforzare l'assetto regolamentare internazionale in materia di patrimonio e liquidità, al fine di promuovere un sistema bancario più robusto in grado di assorbire shock derivanti da tensioni finanziarie e economiche, riducendo il rischio di contagio dal settore finanziario all'economia reale.

Ma è sulla base delle indicazioni contenute nel rapporto De Larosière¹ che, a partire dal 1° gennaio 2011, l'architettura del sistema di supervisione risulta profondamente modificata, attraverso la costituzione di nuove entità per garantire un controllo sia a livello macroeconomico che microeconomico².

All'EBA è stato affidato il compito di creare un corpo unico di regole europee per il settore bancario (*Single Rulebook*) e di contribuire alla convergenza delle prassi applicative.

Il 6 giugno 2012 la Commissione Europea ha proposto l'obiettivo di statuire norme comuni europee per risolvere le crisi delle banche che operano nel mercato bancario e finanziario mediante fondi istituiti dalle stesse.

¹AA.VV., *The high level group on financial supervision in the EU*, chaired by Jacques De Larosière, in http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, 25 febbraio 2009.

²L'European Systemic Risk Board (ESRB) e l'European System of Financial Supervision (ESFS) responsabili della supervisione finanziaria a livello macroeconomico e microeconomico. L'ESFS è composto dall'EBA (European Banking Authority) competente del settore dell'intermediazione bancaria, dall'ESMA (European Securities and Markets Authority) con il compito di supervisione dei mercati dei capitali e dall'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) per la supervisione del mercato delle assicurazioni delle pensioni aziendali e professionali.

In occasione, anche nel Consiglio Europeo è stata sollevata un'interessante discussione riguardo alla relazione Van Rompuy³, ove è stato affermato che un'Unione bancaria è necessaria, sin dall'istituzione del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria nel 2010, per evitare nuove crisi della zona euro, "per spezzare il circolo vizioso tra banche e debito sovrano"⁴ e ricostruire la fiducia degli investitori nel settore bancario .

Il rapporto suggerisce quindi la centralizzazione della vigilanza alla Banca Centrale Europea, in base all'articolo 127 del TFUE, ma consiglia anche la nascita di una garanzia europea dei depositi e un fondo europeo di gestione delle crisi, finanziato principalmente dalle banche⁵.

Ma il documento con cui la Commissione ha lanciato un importante segnale di discontinuità nella regolamentazione bancaria europea è la *Road Map* verso la *Banking Union*⁶ del settembre 2012⁷. Questo ha portato all'inserimento dei tre pilastri su cui si fonda l'Unione bancaria: il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM – *Single Supervisory Mechanism*), il Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM – *Single Resolution Mechanism*) e lo Schema di Assicurazione dei Depositi Europeo (EDIS – *European Deposit Insurance Scheme*)⁸.

2. Con l'approvazione da parte del Parlamento Europeo della Direttiva n. 2014/59/UE (BRRD: Bank Recovery and Resolution Directive) e del Regolamento UE n. 806/2014 (cd. SRM), recepiti in Italia con i decreti legislativi del 16 novembre 2015 n. 180 e 181, si è proceduto all'identificazione di un Meccanismo di risolu-

³Cfr. VAN ROMPUY, *Verso un'autentica unione economica e monetaria*, Relazione del presidente del Consiglio europeo, Bruxelles, 2012.

⁴Cfr. http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/it/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.2.4.html

⁵Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Building blocks for deeper integration*, in http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/pdf/integration/index.html, giugno 2012, pag. 13.

⁶Usando le parole di Schäuble: "a steel-framed banking union".

⁷Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Council Regulation Conferring Specific Tasks on the European Central Bank Concerning Policies Relating to the Prudential Supervision of Credit Institutions*, Brussels, 12 settembre 2012.

⁸Il SSM è entrato in vigore nel 2013 ma operativo nel novembre 2014, il SRM è entrato in vigore nel gennaio 2016 e l'EDIS sarà a regime dal 2024.

zione unico delle crisi bancarie.

Il nuovo meccanismo interagisce sulle pregresse logiche di “socializzazione delle perdite” ed introduce rimedi alternativi a quelli adottati nel passato in alcuni paesi dell’eurozona (Italia), evitando forme generalizzate di riparto dei costi connessi all’insolvenza degli enti creditizi⁹.

L’intento è di “rafforzare la fiducia nel settore bancario, impedire la corsa agli sportelli e il contagio, ridurre al minimo la relazione negativa tra banche ed emittenti sovrani ed eliminare la frammentazione del mercato interno dei servizi finanziari”¹⁰. Allo stesso modo, anche gli obiettivi dichiarati dalla Commissione sono numerosi: ridurre il *moral hazard* assicurando un’ adeguata distribuzione delle perdite tra azionisti e creditori; permettere un’ordinata gestione delle situazioni di crisi da parte delle Autorità predisposte; prevedere l’utilizzo di strumenti di risoluzione comuni e credibili che possano garantire la continuità dei servizi finanziari essenziali.

Il SRM infatti assicura la risoluzione ordinata, in caso di crisi, delle banche cd. *significant*, di competenza diretta del *Single Resolution Board* e delle cd. *less significant*, sotto la responsabilità delle *NCA*s – *National Competent Authorities*. Le autorità nazionali agiscono comunque sotto la supervisione e nell’ambito di orientamenti e linee guida stabiliti dal Board, che all’occorrenza può avocare a sé i poteri, assicurando in tal modo l’effettiva unitarietà del Meccanismo. Lo strumento attraverso cui agisce il Board, senza ricorrere a fondi dei contribuenti, è il *Single Resolution Fund* (SRF)¹¹, costituito mediante versamenti annuali a carico di tutte le banche della zona euro¹².

La Commissione ha stabilito un *framework* il quale prevede che i gruppi e le

⁹Cfr. CAPRIGLIONE, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, CEDAM, 2015, p.115.

¹⁰Cfr. <http://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/single-resolution-mechanism/>

¹¹Esso avrà a regime - nel 2024 - una consistenza dell’1% dei depositi protetti dai sistemi di garanzia, pari a circa 55 mld di euro. Il fondo sarà inizialmente suddiviso in comparti nazionali che verranno progressivamente messi in comune.

¹²Aspetti necessari, come ad esempio il trasferimento dei contributi raccolti a livello nazionale nei confronti del Fondo Unico e la «mutualizzazione» dei «compartimenti nazionali» sono disciplinati da un accordo intergovernativo istituito tra gli Stati membri partecipanti che è stato firmato il 21 maggio 2014.

banche di rilevanza maggiore dovranno predisporre dei *recovery plans*, disciplinati dal nuovo Capo 01-I del Titolo IV del TUB, inserito successivamente ai sensi dell'art. 1, comma 12, del D.Lgs. 16 novembre 2015, n. 181. Dunque, le banche e le Sim che rientrano nell'ambito di applicazione della BRRD dovranno preparare e tenere aggiornato un piano di risanamento da attuare in caso di "significativo deterioramento" e che, in un secondo momento, verrà sottoposto alla verifica di adeguatezza e completezza da parte della Banca d'Italia.

Accanto ai piani di risanamento, la Banca d'Italia dovrà preparare, previa consultazione con la BCE, un piano di risoluzione (*resolution plan*) che descriva il modo in cui, in caso di dissesto dell'ente, questo può essere risolto in maniera ordinata e le sue funzioni essenziali preservate attraverso l'uso degli strumenti e dei poteri di risoluzione previsti dalla BRRD.

Vi è, dunque, una graduazione delle forme d'intervento delle autorità di vigilanza¹³ che comprendono: le misure di preparazione e di prevenzione (*recovery and resolution plans*), gli interventi precoci (*early interventions*)¹⁴ al fine di evitare che il peggioramento della situazione finanziaria di un determinato ente diventi irreversibile ed infine le misure straordinarie¹⁵.

Ai sensi delle regole previste dalla BRRD, la banca è assoggettata a risoluzione quando¹⁶: è in dissesto o a rischio di dissesto; nessun intervento del settore privato è in grado di evitarne il fallimento; la risoluzione della crisi è d'interesse pubblico perché la banca ha importanza sistemica e il suo fallimento comprometterebbe la stabilità finanziaria.

Sul significato di "interesse pubblico" sono stati sollevati numerosi dubbi: si

¹³Cfr. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Rivista Banca Impresa Società*, Il Mulino, 2015.

¹⁴Per "misure di intervento precoce" si intendono l'attuazione dei piani di risanamento, coefficienti vincolanti più elevati dei minimi, ristrutturazione del debito, convocazione dell'assemblea per rinnovare, rimuovere o eleggere nuovi organi sociali, nomina di uno o più commissari temporanei e amministrazione straordinaria

¹⁵Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Gestione delle crisi: nuove misure per evitare di dover ricorrere al salvataggio delle banche*, Brussels, 6 giugno 2012, pag. 2 e ss.

¹⁶«is failing or likely to fail and whether there is no reasonable prospect that any alternative private sector or supervisory action would prevent its failure within a reasonable timeframe».

fa riferimento solo alle dimensioni della banca? Oppure si valutano altri aspetti qualitativi come ad esempio l'importanza e il ruolo centrale ricoperto a livello territoriale? Le discussioni sono ancora aperte a livello europeo.

Prima che il Comitato adotti la sua decisione, la Commissione valuta la compatibilità della proposta con le regole in materia di aiuti di Stato¹⁷, mentre il Consiglio UE può opporsi alla decisione se ritiene che non ci sia un interesse pubblico rilevante che giustifichi la risoluzione della banca o l'utilizzo del Fondo.

“La procedura per decidere della risoluzione di una banca indica chiaramente che il passaggio dalla fase di pre-crisi a quello della risoluzione è individuato nella decisione della BCE di dichiarare la «non viability» della banca e quindi far partire il processo di risoluzione”¹⁸.

Una volta che si è stabilito “if there is a systemic threat and if there is no private alternative solution”, il Board adotta un *resolution scheme* che include anche gli strumenti di risoluzione e l'eventuale uso del *Single Resolution Fund*.

La BRRD indica quali principali strumenti per la risoluzione: la vendita dell'attività d'impresa della banca in dissesto, nella sua totalità o in parte, ad un'altra banca (*sale of business*); l'ente-ponte (*bridge-bank*), che consiste nell'individuare le attività sane o le funzioni essenziali della banca e nel farne una nuova (banca-ponte) che sarà venduta ad un'altra banca mentre le attività deteriorate saranno successivamente liquidate tramite ordinaria procedura d'insolvenza; la separazione delle attività, dove le attività deteriorate della banca vengono trasferite ad un veicolo di gestione (*bad-bank*), che ne ripulirà lo stato patrimoniale; il salvataggio interno (*bail-in*), grazie al quale la banca viene ricapitalizzata, gli azionisti vengono smaltiti o diluiti e i creditori vedono i loro crediti ridotti o convertiti in azioni per coprire le perdite.

¹⁷Si pensi al caso delle quattro banche italiane- Banca Marche, Banca Etruria, Carife e Carichieti- che si sono viste negare da parte della Commissione europea la linea morbida degli interventi del Fondo di tutela dei depositi che avrebbe tutelato gli obbligazionisti, perché ritenuti assimilabili ad aiuti di Stato (v. BARBAGALLO, *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, Roma, 9 dicembre 2015).

¹⁸Cfr. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Rivista Banca Impresa Società*, Il Mulino, 2015, p.87.

Si sostituisce, dunque, l'ordinario sistema "per procedure" (amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa) con un meccanismo "per strumenti".

L'obiettivo di questi strumenti è di preparare la banca e le Autorità competenti a fronteggiare eventuali situazioni critiche, garantendo un intervento immediato, allo scopo di ripristinare una situazione di equilibrio e sostenibilità.

Tale precisazione è importante per capire i differenti punti di vista adottati dal legislatore comunitario nella predisposizione, da un lato, del pacchetto di norme contenuto nella *Capital Requirements Directive* (CRD IV), che ha il preciso scopo di ridurre la probabilità del fallimento tramite l'introduzione di requisiti di capitale più stringenti, sia a livello quantitativo che qualitativo, dall'altro lato, della *Bank Recovery and Resolution Directive*, la quale, invece, mira a ridurre l'impatto del dissesto attraverso strumenti in grado di migliorare la *resolvability* dell'intermediario¹⁹.

Le soluzioni contenute, dunque, sono di due tipi: *gone concern* e *going concern solutions*. Al primo gruppo appartengono gli strumenti della vendita dell'attività d'impresa, dell'ente ponte e della separazione delle attività, utilizzate quando l'intermediario non ha più possibilità di recupero e che mirano a salvare le componenti di business rimaste sane e, allo stesso tempo, "liquidare" ciò che ne rimane. Al secondo, invece, appartiene l'ultimo resolution tool, ovvero il debt write down tool, detto *bail-in*, con l'obiettivo di ripristinare la normale situazione di equilibrio dell'intermediario, in modo da evitarne l'insolvenza.

3. Con il termine *bail-in* si intende il tanto discusso meccanismo di salvataggio di un Paese, del sistema bancario o di una banca "dall'interno", cioè con risorse interne alla banca stessa, a differenza del *bail-out*, ovvero "salvataggio esterno". Più in particolare, nella BRRD esso viene definito come "il meccanismo

¹⁹Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Impact assessment accompanying the document proposal for a Directive Of The European Parliament And Of The Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6 giugno 2012, pag. 17.

per l'esercizio, da parte di un'autorità di risoluzione, dei poteri di svalutazione e di conversione in relazione alle passività di un ente soggetto a risoluzione".

Con l'aggravarsi della crisi, sia negli Usa che in Europa ha prevalso l'idea di coinvolgere gli investitori privati nei salvataggi per non far ricadere l'intero costo dei default bancari sulle spalle dei contribuenti. Dal primo gennaio 2016 quindi "l'intervento pubblico è previsto soltanto in circostanze straordinarie per evitare che la crisi di un intermediario abbia gravi ripercussioni sul funzionamento del sistema finanziario nel suo complesso"²⁰.

Basti pensare alle parole del governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, che in audizione al Senato aveva avvertito che le banche "dovranno adottare un approccio nei confronti della clientela coerente con il cambiamento fondamentale apportato dalle nuove regole, che non consentono d'ora in poi il salvataggio di una banca senza un sacrificio significativo da parte dei suoi creditori"²¹.

Il *bail-in* costituisce l'ultimo degli strumenti di risoluzione predisposti dal legislatore comunitario e permette alla banca di aumentare il capitale in un momento di *going concern*, attraverso la riduzione del valore delle passività²² (*wipe-out*), allo scopo di ricostituire un livello di capitale adeguato alla continuazione dell'operatività bancaria²³. L'operazione deve garantire un capitale post-*bail-in* maggiore rispetto al periodo precedente, per convincere il mercato della nuova solidità aziendale, nonché per scongiurare ulteriori rischi. Alla riduzione di valore, poi, può essere accompagnata anche la conversione del cosiddetto "*written down debt*" in capitale, il quale verrebbe successivamente assegnato ai creditori che hanno visto ridursi il valore dei loro crediti per effetto dell'applicazione dell'*haircut*. Ciò consente, da un lato, una compensazione nei confronti dei creditori per aver visto diminuire il valore dei loro diritti e, dall'altro lato, un rinnova-

²⁰Cfr. BANCA D'ITALIA, *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, 8 luglio 2015.

²¹Cfr. VISCO, *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea*, Senato della Repubblica, Roma, 22 aprile 2015.

²²Per questo il termine "write down", cioè l'applicazione di un *haircut* sul debito.

²³COMMISSIONE EUROPEA, *Impact assessment accompanying the document proposal for a Directive Of The European Parliament And Of The Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6 giugno 2012, pag. 129.

mento degli assetti proprietari della banca²⁴.

Tutto questo procedimento si basa sul criterio del *no creditor worse off*, il quale prevede che “nessun azionista e creditore subisce perdite maggiori di quelle che subirebbe se l'ente sottoposto a risoluzione fosse liquidato, secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario o altra analogo procedura concorsuale applicabile”²⁵.

Già su questo primo punto sono state sollevate numerose critiche, in particolare legate alla riduzione (o eliminazione) dei diritti soggettivi, secondo un procedimento integralmente amministrativo, non per sopperire a necessità proprie della clientela, bensì al solo fine di riequilibrio patrimoniale della banca, modificando le relazioni intercorrenti tra creditori e titolari di partecipazioni, specie sotto il profilo dell'assetto del rischio e della responsabilità d'impresa. Così come desta qualche perplessità l'assoluta mancanza di indennizzo a favore degli interessati, i cui diritti siano stati eliminati o ridotti, per il raggiungimento degli scopi dell'intervento di risoluzione.

Ma il punto della BRRD, su cui si discute maggiormente, è la gerarchia dei soggetti che saranno coinvolti nel salvataggio di una banca. Il meccanismo del *bail-in*, infatti, si pone come uno dei mezzi per attuare l'obiettivo delle autorità di sradicare il *moral hazard*, chiamando in prima battuta gli azionisti della banca e in secondo luogo gli obbligazionisti (prima i possessori di obbligazioni subordinate e quindi più rischiose e poi i possessori di obbligazioni della categoria *senior*).

Successivamente, se questi interventi non dovessero bastare, si potrà intervenire sulla liquidità disponibile in conto corrente. In quest'ultimo caso, tuttavia, il rischio riguarderà solo la liquidità superiore ai 100mila euro detenuta sul conto corrente, perché fino a questa determinata soglia vi è la garanzia dal fondo

²⁴Cfr. BOCCUZZI, *Towards a new framework for banking crisis management. The International debate and the italian model*, in Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 71, Roma, ottobre 2011, pag. 149.

²⁵Cfr. art. 22 co. 1 lett. C) del Decreto legislativo, 16/11/2015 n° 180.

di tutela dei depositi interbancari²⁶. Nel complesso ad azionisti e creditori sarà chiesto un contributo pari all'8% del passivo della banca in crisi. Oltre, interverranno le banche tramite il Fondo di risoluzione (SRF), con un massimo del 5%.

Sono dunque esclusi dal *bail-in* i depositi protetti da garanzia sotto i 100 mila euro, le passività garantite e i *covered bonds*, le cassette di sicurezza e i titoli detenuti in un conto apposito, le passività interbancarie e derivanti da partecipazioni a sistemi di pagamento di durata originaria e residua inferiore ai 7 giorni, i debiti commerciali, quelli verso i dipendenti per remunerazione e benefici pensionistici e quelli fiscali privilegiati²⁷.

Proprio per quanto detto, il *bail-in* è stato descritto più volte dalla Commissione Europea come uno strumento specificamente ideato per le cosiddette *SIFs*²⁸, per le quali risulta più appropriata la continuazione della normale operatività piuttosto che la sottoposizione alle procedure di liquidazione o il ricorso agli strumenti della fusione o della cessione in blocco di attività e passività che aumentano il rischio di contagio fra intermediari, soprattutto se tali operazioni avvengono nel contesto di un mercato già indebolito²⁹.

4. Le opinioni riguardo questo nuovo meccanismo sono varie e molteplici; c'è chi pensa che ci saranno molti presidi preventivi, che permetteranno di arrivare al *bail-in* solo in casi estremi, dopo aver attuato altre misure correttive.

Altri invece ritengono che si potrebbe profilare un incentivo per le banche a dare

²⁶È utile sapere che la copertura del fondo di tutela opera per correntista e per istituto. Questo significa che, nel caso di un conto cointestato tra marito e moglie, l'assicurazione copre fino a 200mila euro, mentre se il risparmiatore possiede una pluralità di conti presso la stessa banca il risarcimento massimo ottenibile è sempre di 100mila euro.

²⁷Va precisato che i titoli finanziari e i prodotti di investimento e non legati alla banca in difficoltà ma posseduti nel deposito titoli della stessa banca non rientrano nel piano di salvataggio e non vengono toccati, perché in quel caso la banca in difficoltà offre solo la funzione di custodia titoli.

²⁸Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee, the Committee of the regions and the European Central Bank: An EU Framework for Crisis Management in the Financial Sector*, Brussels, 20 ottobre 2010.

²⁹Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Impact assessment accompanying the document proposal for a Directive Of The European Parliament And Of The Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms*, Brussels, 6 giugno 2012, pag. 130.

ai propri migliori clienti una qualche scappatoia e a spostare sempre più attivi verso lo *Shadow Banking System* e strumenti finanziari quali i derivati, esenti dalla nuova disciplina.

Personalmente, ritengo che sia emblematica l'esperienza passata della *Hypo Alpe-Adria-Bank International AG*, che portò "all'abrogazione integrale della Legge federale inerente alle misure di risanamento, a causa della violazione dei diritti fondamentali di proprietà di un gruppo di creditori, ad opera delle disposizioni relative all'estinzione di determinate obbligazioni subordinate, nonché per eccessiva restrizione del diritto di proprietà a causa dell'irrazionale pregiudizio arrecato ai portatori di obbligazioni subordinate, rilevati in base ad una prestabilita data di scadenza, ai fini del taglio del debito"³⁰.

C'è da chiedersi quindi quale sia l'effettiva utilità dello strumento del *bail-in*: sicuramente può acuire i rischi di instabilità sistemica provocati dalla crisi di singole banche ma può "minare la fiducia, che costituisce l'essenza dell'attività bancaria; comportare un mero trasferimento dei costi della crisi dalla più vasta platea dei contribuenti a una categoria di soggetti non meno meritevoli di tutela – piccoli risparmiatori, pensionati – che in via diretta o indiretta hanno investito in passività delle banche"³¹.

La tesi più diffusa su questo nuovo strumento è che abbia insiti due grandi limiti: in primo luogo il superamento della logica che tempo fa aveva portato alla distinzione tra gli investitori consapevoli e non, dando per scontato, quindi, che tutti i soggetti interessati abbiano lo stesso grado di conoscenza del settore bancario e dei suoi meccanismi interni. In secondo luogo i dubbi sollevati dalla proroga al 2019 della disciplina di cui all'art.91 TUB co. 1-bis lettera c): "sono soddisfatti

³⁰Cfr DI BRINA, "Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale (nota a Corte Costituzionale austriaca *Verfassungsgerichtshof (VFGH) Sentenza 3 – 28 luglio 2015 (G 239/2014-27, G 98/2015-27) (Banking resolution and bail in: the directions of Charter of Fundamental Rights*", *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4, 2015.

³¹Cfr. BARBAGALLO, *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, Audizione del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria Banca d'Italia, Roma, 9 dicembre 2015.

con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari ...gli altri depositi presso la banca”, derivante dall’art. 50 d.lgs 180/2015, collegato direttamente all’art.1 co.33 del d.lgs 181/2015, che stabiliscono i titoli cosiddetti “*bail-inable*”. In base a tale disposizione, i crediti chirografari sono colpiti prima dei conti depositi, violando il principio cardine della *par condicio creditorum* e rivisitando quello del *depositor preference*.

Il legislatore italiano, dal canto suo, ha preferito prorogare di tre anni tale disciplina, chiaro segnale, questo, della poca convinzione e fiducia nello strumento del *bail-in*.

Altre perplessità sono legate all’art.17 co. 2 lettera f) del d.lgs 180/2015 che tratta i casi in cui una banca è considerata in dissesto o a rischio di dissesto, in particolare, quando “è prevista l’erogazione di un sostegno finanziario pubblico straordinario a suo favore”. Non è questa una previsione di “aiuto di stato”?

Ma, ad oggi, le uniche proposte su come il *bail-in* potrebbe evitare il rischio di una nuova crisi, sono state la separazione tra banche commerciali e di investimento (come hanno fatto in USA e UK) e la regolamentazione del sistema bancario ombra, entrambe però bloccate tra interessi incrociati dei singoli Paesi ed enormi pressioni delle lobby del settore.

La Banca d’Italia visti gli innumerevoli dubbi e incoerenze legislative ha avanzato due richieste riguardo all’applicazione della BRRD, che però non sono state accolte: “un approccio alternativo al *bail-in*, in base al quale si sarebbero potute imporre perdite ai creditori solo in presenza di apposite clausole contrattuali di subordinazione (questa soluzione avrebbe consentito di coinvolgere esclusivamente le passività emesse dopo l’entrata in vigore della nuova legislazione e avrebbe favorito una maggiore consapevolezza degli investitori circa le caratteristiche e i rischi dei prodotti finanziari sottoscritti e limitato le ricadute in termini di instabilità); rinviare l’applicazione del *bail-in* al 2018, così da consentire la sostituzione delle obbligazioni ordinarie in circolazione con altre emesse dopo l’entrata in vigore del nuovo quadro di gestione delle crisi e, dunque, collocate e sottoscritte

avendo presenti i nuovi scenari di rischio”³².

Concludendo, penso sia condivisibile il ragionevole dubbio di molti autorevoli esperti della materia, secondo cui questo meccanismo risulta essere una *folia legislativa* da parte della BCE e dell’autorità nazionale, a discapito di quella *socializzazione delle perdite* che in passato, nel nostro Paese, ha sempre protetto i risparmiatori dai rischi connessi alle crisi degli istituti bancari.

Fabiana Di Lernia

³²Cfr. BARBAGALLO, *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, Audizione del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria Banca d’Italia, Roma, 9 dicembre 2015.

**LO SHADOW BANKING SYSTEM
E IL RUOLO DEI FONDI DI CREDITO
NELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA.
LA "ZONA D'OMBRA" DELLA VIGILANZA PRUDENZIALE.***

*(The shadow banking system and the role of credit funds in the loan.
The grey area of the prudential supervision)*

ABSTRACT: *Nowadays, one of the major phenomenon affecting the global economy concerns a different banking system, with respect to the previous lending ones: this method is today known as Shadow Banking System. The lack of a proper regulation, essential to make this system safe and transparent, together with the dangerous dimensions it is now reaching, represents the biggest worries about the System. Experts are currently working, both at an international and European level, in order to fill this legislative gap and allow final users to get closer to this new form of credit access more safely and transparently.*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Definizione di *Shadow Banking*. - 3. *Segue:* Dimensione del fenomeno. - 4. *Segue:* ... e rischi. - 5. L'intermediazione creditizia "non tradizionale": I Fondi di Credito. - 6. Da *Shadow Banking* a *Capital Market Financing*: il ruolo del *Financial Stability Board*. - 7. I primi passi a livello europeo (ESRB, *SFT Regulation*, CMU...). - 8. Conclusioni

1. Una delle caratteristiche della regolamentazione bancaria e finanziaria è (o perlomeno dovrebbe essere) il suo continuo adattamento ai mutamenti della realtà economica. Il mondo bancario e finanziario, infatti, è uno dei più legiferati e controllati, in quanto in esso si insediano una serie di interessi, anche costituzionalmente riconosciuti (art. 47 Cost.) ed alcuni dei quali meritevoli di maggior tutela (*need of protection*), il cui pregiudizio potrebbe portare ad una serie di conse-

*Contributo approvato dai revisori.

guenze di carattere economico e sociale. Legiferare in tale ambito vuol dire non perdere mai di vista la specialità della materia che, in quanto tale, non può rifarsi alle regole del diritto comune. Obiettivo di tali norme non è tanto quello di evitare che eventi verificatisi in passato, risultati successivamente dannosi per l'economia, non si verificino più, ma è quello di fare in modo che nel caso in cui si riproponessero non generino gli stessi effetti del passato. A mio avviso, è proprio questo continuo inseguimento che ci ha portato ad essere nuovamente in presenza di quella che, in tempi non sospetti, Massimo Severo Giannini definì "foresta pietrificata" di norme, all'interno della quale risulta essere sempre più difficile districarsi, rendendo faticosamente applicabile il legame tra la norma e il fatto e far sì che la norma assuma quel "carattere propositivo" che consenta l'adeguamento della cultura giuridica preesistente al "nuovo"¹. Ciò nonostante, facendo i conti con il mondo reale si prende coscienza di come non sia semplice inseguire una realtà economica così veloce. La crisi del 2007 ha messo in evidenza una serie di falle all'interno della regolazione finanziaria che ha portato ad interventi normativi anche di notevole rilevanza: basti pensare al Meccanismo di Vigilanza Unico, che ha completamente ridisegnato l'architettura della vigilanza bancaria con una ridistribuzione dei poteri in capo alle autorità comunitarie rispetto a quelle nazionali. Il MVU sembra essere, tuttavia, l'inizio di una serie di importanti cambiamenti, che proseguiranno con quello che adesso è solo nel suo stadio embrionale, vale a dire la *Capital Market Union*. Pertanto, non bisogna mai perdere di vista l'obiettivo della regolazione, che ha come fondamento quello di evitare o quantomeno tenere sotto controllo i fenomeni economici distorsivi e di conseguenza idonei a minare la stabilità economica. Tale premessa sul ruolo del diritto bancario e finanziario si è resa necessaria per una maggiore comprensione di quello che sembra essere un sistema "privo di norme", nonostante la ormai universale presa di coscienza della sua esistenza e delle sue notevoli dimensioni: lo *Shadow Banking*

¹Cfr. CAPRIGLIONE, cap. 1, in AA. VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di Capriglione, Cedam, 2015.

System. Quest'ultimo è un fenomeno di cui si sta parlando molto negli ultimi anni, ma che è stato ignorato dagli ultimi interventi normativi delle autorità preposte, se non attraverso l'applicazione di una mera attività di monitoraggio². Di conseguenza, come avremo modo di capire a breve, sembra che la regolazione, sul punto, abbia disatteso il proprio obiettivo.

2. La definizione ufficiale di *shadow banking* ci viene fornita proprio dalla istituzione che ne coniò il termine³, vale a dire dal *Federal Reserve Board*, che, dopo numerose interpretazioni, ha chiarito che con esso si intende "ogni forma di intermediazione creditizia che coinvolge entità o attività in parte o completamente al di fuori del sistema bancario tradizionale". Ciò nonostante, non è mancata un'altra interpretazione del fenomeno, secondo la quale il termine *shadow* sarebbe associato non tanto ad una intermediazione creditizia "non tradizionale", quanto ad un sistema che riesce ad erogare credito, arrivando in ultima istanza al mercato monetario, senza essere sottoposto alle regole prudenziali imposte alle altre istituzioni finanziarie (si pensi, fra tutte, alle disposizioni del Comitato di Basilea), da qui la denominazione in "sistema bancario ombra". Ci si è chiesti per molto tempo quali siano le cause che avrebbero portato alla nascita di questo sistema parallelo; esse vanno sicuramente ricercate nel *framework* normativo notevolmente articolato degli ultimi anni, tradotto in un sistema di controlli estremamente vincolante, che ha costretto pertanto gli operatori ad andare alla ricerca di alternative forme di approvvigionamento, e di conseguenza al sorgere di nuove tipologie di intermediari che hanno "fiutato" in questo contesto una nuovo fonte di ricchezza⁴. Ritornando all'analisi del fenomeno, è facile comprendere come tale sistema, per costruzione, non manchi di problemi tecnici sia giuridici che economici:

²Basti pensare al report annuale del *Financial Stability Board*. Di quest'ultimo si farà riferimento più avanti per cercare di comprendere le dimensioni del fenomeno.

³In particolare fu l'economista Jackson Hole, che nel 2007, in occasione del simposio annuale della *Federal Reserve*, lo utilizzò per la prima volta.

⁴Cfr. sul punto FIGUERA, *Alcune considerazioni sullo shadow banking*, pubblicato in *Studi Economici*, n. 2, 2011.

la controparte sarà rappresentata dal risparmiatore – investitore, alla stregua di ciò che avviene nei rapporti bancari tradizionali, ed inoltre si vanno a delineare i rischi tipici del mondo bancario, si pensi all’elevata trasformazione delle scadenze, al rischio di liquidità e ad un uso della leva finanziaria in misura consistente⁵. Pur rischiando di essere “blasfemi” agli occhi dei più credenti giuristi bancari, mi auguro che non sia proprio il mancato approvvigionamento delle risorse tramite i depositi a giustificare l’assenza di regolazione o meglio la sottrazione alle regole di disciplina prudenziale, perché altrimenti si andrebbe delineando un regime regolamentare in virtù del quale solo la tipologia del deposito risulterebbe meritevole di tutela; ma con riferimento a quest’ultima riflessione sarebbe facile dimostrare il contrario⁶. Ricordo, qualora ce ne fosse bisogno, che ai sensi dell’art. 10, comma 1, d.lgs. n. 385 del 1993 (d’ora in avanti TUB) gli elementi costitutivi l’esercizio dell’attività bancaria sono *i)* la raccolta del risparmio e *ii)* l’esercizio del credito. Non sarà necessario fare l’esegesi di tale norma per comprendere che le *shadow banks* in sostanza esercitano entrambe tali attività. Tuttavia, al di là degli aspetti definitivi, è interessante comprendere il funzionamento di questo sistema “non tradizionale”, che si articola in una catena di cartolarizzazioni, creazione di veicoli, ricorso al mercato monetario e dei *repo*; non si sottraggono da questo sistema neanche le compagnie assicurative che attraverso garanzie consentono l’aumento del *rating*, generando in tal modo un sistema che farà della sua complessità il suo elemento qualificante. Le *shadow banks* intermediano credito mediante una vasta gamma di operazioni di cartolarizzazioni e facendo ricorso a tecniche di finanziamento come *asset-backed commercial paper* (ABCP), *asset-backed securities* (ABS) e *collateralized debt obligations* (CDO). Si tratta di strumenti di debito che, forse in maniera impropria ma ormai di prassi comune, vengono classificati come “derivati da cartolarizzazione”, contrapponendosi in tal modo, ai derivati c.d. tradizionali

⁵Cfr. BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolazione italiana*, intervento presso l’Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 5 marzo 2015.

⁶“... è raccolta del risparmio l’acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma.” (art. 11, comma 1, Testo unico in materia bancaria e creditizia).

(*forward, swap* e opzioni)⁷. Tale sistema consente di fare intermediazione creditizia, che si traduce in una trasformazione del credito, della scadenza e della liquidità⁸. Questo *modus operandi* tipico del sistema bancario tradizionale, non si discosta molto da quello ormai ribattezzato come non tradizionale. Tuttavia, la letteratura è solita identificare 7 “nodi” che caratterizzano la catena dello *shadow banking*:

1) *loan origination*; 2) stoccaggio del prestito; 3) emissione di un ABS⁹; 4) stoccaggio degli ABS; 5) emissione di un CDO¹⁰; 6) intermediazione sull’ABS; 7) *wholesale funding*¹¹.

Tuttavia, oltre agli ABS e CDO non si può trascurare un altro tipo di strumento derivato che durante la recente crisi finanziaria ha fatto la ricchezza di “pochi” a scapito di “tanti”: il *Credit Default Swap*. Attraverso questo derivato, contro pagamento di premi, si otterrà un ritorno qualora si dovesse verificare il *default* (in alcuni casi, è sufficiente l’insolvenza) della parte su cui il derivato è stato costruito. Durante la crisi infatti, un piccolo gruppo di speculatori, intuendo che da lì a poco il mercato immobiliare americano sarebbe crollato, ha scommesso contro il sistema e ci ha guadagnato¹². Questo perché, a mio avviso, il sistema dello *shadow banking* muovendosi con le stesse logiche di quelle che hanno governato il mercato *real estate* americano per anni, rischia di esplodere se non sottoposto a controlli ed a disposizioni normative che consentano di mappare il rischio in capo degli strumenti emessi.

⁷Per un approfondimento si rimanda al sito di Borsa italiana, www.borsaitaliana.it.

⁸Per approfondimento, sul punto, si rimanda a POZSAR - ADRIAN - ASHCRAFT - BOESKY, in *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 458, luglio 2010, aggiornamento febbraio 2012.

⁹Per comprenderne il funzionamento si rimanda a FEDERICI, *Le ABS: Rischio, Credit Enhancement e rating*, articolo pubblicato su www.centrostudifinanza.it.

¹⁰Il CDO originerà da una ulteriore suddivisione di una *tranche* ABS (a loro volta suddivisi in classi), generando il CDO-ABS; se poi dal CDO vengono ulteriormente ricavati altri strumenti, si ottiene il CDO *square* e così via.

¹¹Per un’analisi più dettagliata degli *step* che caratterizzano la catena si rimanda all’articolo da cui è tratto: *Banks should integrate shadow banking*, FED pubblicato da MARGINALEVOLUTION il 16/07/2012, consultabile su www.marginalevolution.com.

¹²Per comprendere al meglio questa “Grande scommessa” dal punto di vista degli speculatori, si rimanda al libro di LEWIS, “*The big short*”, Etas, 2011.

3. Le motivazioni del recente interesse verso il sistema *shadow* vanno ricercate nell'importanza che tale fenomeno sta rivestendo nel mondo dell'intermediazione creditizia. A tal proposito, ogni anno il FSB, con l'obiettivo primario di monitorare l'andamento e la crescita del fenomeno, pubblica un report al cui interno verrà riportata un'analisi circa la dimensione dello *shadow banking* nei diversi paesi. Per comodità di analisi ed in maniera del tutto arbitraria si prenderà a campione solo alcune delle 26 giurisdizioni delle quali il FSB ha messo a disposizione i dati: la Cina, in quanto mercato emergente e visto il pericolo di un imminente scoppio della bolla *shadow* che la sta caratterizzando nell'ultimo periodo e che sta generando il timore di un contagio per l'economie europee; gli Stati Uniti come colosso mondiale e tre paesi europei tra cui Italia, Germania e Francia. Dai dati a disposizione¹³ si evince che la quantità di ricchezza manovrata dal sistema *shadow* è enorme: solo per il 2014, raggiunge quota 14.239 miliardi di dollari per gli USA, 2.742 miliardi di dollari per la Cina ed infine 326, 1.572, 2.585 miliardi di dollari per rispettivamente Italia, Francia e Germania. A contribuire maggiormente alle dimensioni dello *shadow banking* sono sicuramente gli Stati Uniti, ciò non stupisce essendo il paese con maggiore ricchezza prodotta. Altra informazione importante è riscontrabile dall'andamento nel tempo: i paesi europei e gli Stati Uniti hanno mantenuto una certa stabilità nell'evoluzione temporale del fenomeno, a fronte della Cina che invece dal 2010 al 2014 ha verificato una forte crescita raggiungendo più o meno gli stessi livelli di paesi forti come la Germania. Ed è proprio questa crescita quasi esponenziale delle dimensioni dello *shadow banking* in Cina a destare nell'ultimo periodo preoccupazione per la finanza globale, il cui incremento pare stia contribuendo ad un aumento del debito cinese che ad oggi si aggira intorno al 251% del PIL¹⁴. Ciò che sta accadendo in Cina, è sin-

¹³Dati estratti dal report annuale del *Financial Stability Board*.

¹⁴Il dato ingloba anche le passività delle famiglie. Cfr. ERMINI, *Cina, l'esplosione dello shadow banking mette a rischio la finanza globale*, pubblicato il 29/03/2015 su www.repubblica.it.

tomo che il fenomeno va monitorato con attenzione e legiferato con provvedimenti *ad hoc*. Tuttavia, quanto detto rischia di non essere preciso in assenza di relazione tra i valori assoluti e la ricchezza del paese analizzato. A tal fine soffermiamoci sulla crescita *Shadow Banking* come percentuale del PIL¹⁵: sia l'Italia che la Francia nel periodo di analisi (2011-2014) presentano una crescita del PIL molto bassa (rispettivamente 0.2 e 1.6), a fronte di un tasso di crescita negativo dello *shadow banking* (-1.6 e -2.2). Gli Usa, dal canto loro, hanno visto crescere entrambe le grandezze, con un aumento del PIL (3.8) superiore rispetto a quella dello *shadow banking* (2.7). Di contro, Germania e Cina sperimentano un tasso di crescita dello *shadow banking* come multiplo del tasso di crescita del PIL; di ben 2 volte per la Germania (6.5 vs 3.1) a fronte delle 4 volte per la Cina (48.7 vs 11.7). Tali dati sembrano confermare quanto detto in precedenza, soprattutto per quanto riguarda i livelli allarmanti per la Cina, spingendo a pensare che il sistema *shadow* trovi terreno fertile in economie in via di sviluppo. Sembra quasi che lo *shadow banking* riesca a crescere in maniera più che proporzionale rispetto al PIL, come se si attivasse una sorta di moltiplicatore economico. Questa tendenza viene confermata osservando anche altri paesi in via di sviluppo (Argentina, Brasile, Cile, Russia). Infine, non resta che osservare i dati aggregati: il fenomeno è sicuramente in crescita, ma il dato più allarmante è che ad oggi ne rappresenta quasi il 60% della ricchezza prodotta. Ciò vuol dire che più della metà delle risorse sono gestite da questo sistema che non può più sfuggire ad interventi necessari per presidiarlo. Resta l'incognita di quanta ricchezza sia quella "alla luce del sole" e quanta invece sia sommersa, portando a pensare che sarebbe opportuno un intervento che ne garantisca una maggiore trasparenza, intervento che non può essere più rinviato.

4. I rischi insiti nella struttura dello *shadow banking* sono molti e a loro volta amplificati dall'assenza di regolazione a presidio. Per evitare problemi d'interpretazione è necessario specificare che con assenza di regolazione non si in-

¹⁵I dati rappresentati sono tassi medi annui durante il periodo 2011-2014, corretti opportunamente per i tassi di cambio.

tende l'esercizio di una fattispecie illecita; fare questo tipo di intermediazione rappresenta per davvero come detto una forma alternativa, tuttavia i soggetti coinvolti non devono sottostare ad obblighi normativi previsti per l'esercizio dell'attività tradizionale bancaria e finanziaria, cito fra tutte le regole a garanzia della solvibilità e per ultime con Basilea III quelle di liquidità. Difatti, anche le banche "tradizionali" diventano *shadow* quando entrano nel sistema, giacché hanno una serie di doveri e responsabilità nell'esercizio della loro operatività "tipica" alle quali paradossalmente sono sottratte quando spostano il baricentro verso il sistema *shadow*; facendo sì che quest'ultimo appaia il giusto binario per eludere la normativa. Sono molti i punti critici di questa metodologia di intermediazione, di seguito cercheremo di esplodere i più significativi. Un elemento di rischiosità va sicuramente ricercato nell'elevato ricorso alla leva finanziaria¹⁶. Creare debito su debito, cosa che avviene con le tecniche sopra richiamate (ABS, CDO), rischia l'impossibilità di remunerarlo, senza contare poi che il *rating* espresso sugli strumenti molto probabilmente non rispecchia a pieno la solvibilità degli stessi. Inoltre, in quanto strumenti derivati, presenteranno per loro natura criticità e complessità tali da rendere il rischio un elemento rilevante. Altro aspetto è la sistematicità del fenomeno: l'interconnessione con il sistema bancario, le relazioni tra i vari intermediari e quindi la conseguente interazione con l'economia reale, rappresentano un filo conduttore perfetto per il sorgere di crisi sistemiche¹⁷. Ciò nonostante, le maggiori criticità risiedono nella mancata effettiva valutazione del rischio; quest'ultima sarà figlia di una mera percezione del rischio non legata ad alcuna analisi fondamentale del rischio stesso. Nel *risk management* il rischio è tutto ciò che è inatteso, ma qui il problema è rappresentato dall'impossibilità di comprenderne verosimilmente il livello. Le tecniche utilizzate, che a prima vista potrebbero essere lette come modalità idonee alla polverizzazione del rischio, ad

¹⁶Per comprendere rischi e opportunità derivanti dal ricorso all'indebitamento si rimanda a AA.VV., *Principi di finanza aziendale*, Mc Graw-Hill, sesta edizione, 2011, cap. 18.

¹⁷Liberamente tratto dal "sistema bancario ombra", guida all'educazione finanziaria, a cura della CONSOB.

un osservatore più attento rivelano una capacità di incrementare il rischio in maniera esponenziale, rendendone difficile la mappatura oltre che impossibile risalirne all'origine. Si riscontra pertanto che il valore del titolo emesso non risulta legato alla garanzia né tantomeno all'asset ceduto dall'*originator* al *conduit*. Il ricorso all'intermediazione c.d. *multi-level* (a stadi) non consente inoltre al mercato di svolgere quella funzione di *price discovery* che ne giustifica in qualche modo l'esistenza; ciò a svantaggio degli investitori finali che pertanto non saranno in grado di valutare la rischiosità del loro investimento, con una remunerazione che non sarà evidentemente idonea alla reale copertura del rischio assunto. Tale sistema, inoltre, fa venir meno uno strumento importantissimo a disposizione delle banche in caso di necessità, vale a dire il ricorso alla liquidità della BCE, traducendosi in una garanzia in meno a sostegno del mercato qualora dovesse saltare il sistema. Ancora, poiché le risorse non originano da un deposito, il risparmiatore agisce come investitore e non si potrà eventualmente ricorrere al sistema di garanzia dei depositi presso il FITD, ulteriore strumento che viene meno a sostegno del risparmio. E se a tutto ciò si aggiunge che a fronte dell'esercizio di tale attività non c'è alcuna regolazione che impone ai soggetti coinvolti adeguati livelli di patrimonio e determinati standard di solvibilità, ecco che siamo di fronte ad un'architettura finanziaria non prudente, poco trasparente e in quanto tale potenzialmente nociva al sistema finanziario ed alla regola aurea della tutela del risparmio. Di conseguenza, l'arbitraggio regolamentare derivante dai disallineamenti del regime prudenziale tra le banche e le entità *shadow*, rappresenta un rischio da non trascurare o se si vuole l'elemento che maggiormente preoccupa dello *shadow banking system*¹⁸. In definitiva, siamo di fronte ad uno "schema Ponzi di dimensioni gigantesche"; così è stato definito da un noto analista dei mercati finanziari Pater Tenebrarum il rapporto banche – governo – BCE sui crediti deteriorabili, il ricorso a strumenti come gli ABS e le relative garanzie¹⁹.

¹⁸Cfr. BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolazione italiana*, cit., pag. 8.

¹⁹Cfr. ANTONELLI, *Fuga capitale da banche italiane. Gigantesco schema Ponzi sul debito*, pubblicato su www.wallstreetitalia.com, 10 febbraio 2016.

5. Più volte è stato utilizzato il termine intermediazione creditizia non tradizionale come sinonimo dello *shadow banking* ed in contrapposizione al mondo bancario tradizionale. Non resta che comprendere le differenze di questo nuovo modello di intermediazione, si passa in sostanza dall'*originate to hold* all'*originate to distribute*. A differenza dello schema classico "origina per gestire", le banche mediante trasferimento del *loan origination* al veicolo effettuano una vera e propria operazione di ristrutturazione dell'attivo, trasformano infatti attività di medio – lungo termine in attività a breve termine; in tal modo eliminano il prestito dal loro bilancio e di conseguenza il rischio originato dal prestito stesso²⁰. Mediante il nuovo modello, universalmente riconosciuto come "origina per distribuire", le banche diventano intermediarie di valore e di rischio²¹. Utilizzando concetti a noi più familiari, si realizza, di fatto, una cessione pro soluto senza alcun tipo di garanzia sulla solvenza del debito ceduto da parte del cedente, se non la mera attestazione dell'esistenza e della validità del credito stesso (*ex art. 1267 c.c.*). I più maliziosi potrebbero giustificare questo *modus operandi* come un tentativo di eludere la normativa esistente: togliere i crediti dall'attivo e di conseguenza, come poc'anzi detto, ridurre il rischio che grava sul bilancio, consente di non superare determinati livelli ritenuti critici di rischiosità, facendo venir meno accantonamenti (come da normativa) che altrimenti sarebbero necessari dato il livello di rischio sottostante. Non a caso gli ABS, i CDO, i CDS sono riconosciuti anche sotto un unico acronimo: CRT (*Credit risk transfer*)²². Ciò nonostante, definizione di *shadow banking* alla mano, non possiamo trascurare altre nuove forme di finanziamento che stanno caratterizzando l'economia dell'ultimo decennio, soprattutto a causa

²⁰Si tenga sempre presente che l'*originator* in cambio del trasferimento del credito ottiene degli strumenti finanziari.

²¹Per un legame tra il modello OTD e il suo fallimento con riferimento alla crisi dei mutui sub prime si rimanda ad un interessante articolo di F. M. PELLEGRINI, *Subprime e OTD (Originate to distribute)*, pubblicato su www.traglisqualidiwallstreet.blogspot.it, 8 marzo 2013.

²²Cfr. sul punto, GROI, *L'ultima della finanza: il mercato del rischio, ovvero i CRT*, www.thewalkingdebt.org, 2 dicembre 2014.

del processo di *deleveraging* delle banche a favore degli investitori istituzionali²³: si pensi al *crowdfunding*²⁴, al *leasing*, al *factoring* o al credito al consumo²⁵. Tra le entità che si sono sviluppate in opposizione all'intermediazione classica ci sono i fondi di credito che ad oggi rappresentano l'emblema, insieme agli *hedge funds*, di coloro che fanno *business* con l'intermediazione creditizia. È pacifico che la stretta creditizia degli ultimi anni sia stato l'elemento che ha consentito ai *credit funds* di ritagliarsi un perimetro all'interno del settore²⁶. Si può affermare con sostanziale certezza che l'apertura al mondo dell'intermediazione creditizia da parte degli OICR avvenne definitivamente con il d.l. n. 91 del 2014 (c.d. decreto competitività) che con l'art. 22, comma 5, modifica la definizione di OICR del TUF, stabilendo che il patrimonio dell'OICR può essere "*investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR*". Tale modifica consente ai fondi comuni d'investimento di erogare direttamente finanziamenti a favore di terzi. A conferma di quanto appena affermato, ovvero la possibilità di erogazione diretta di credito da parte di un OICR, ed a scanso di qualunque problema interpretativo, è intervenuto il d.l. n. 18 del 14.02.2016 che ha aggiunto al Titolo III del TUF il Capo II-*quinquies* (OICR di credito), ovvero gli artt. 46-*bis* ss. In ottemperanza alle nuove disposizioni, gli OICR di credito (nella forma di FIA) possono erogare direttamente crediti²⁷ "*a favore di soggetti diversi da consumatori*"²⁸ e nel rispetto di determinate condizioni di cui all'art. 46-*bis* per i FIA italiani e art. 46-*ter* per i FIA UE operanti in Italia²⁹. Prima di questo infatti, in Italia, i fondi c.d. di credito potevano erogare credito verso le imprese solo attraverso l'acquisto di mini bond

²³Vedi MARIZZA, *Un fondo di debito per le PMI*, pubblicato in Editoriali, aprile 2013.

²⁴Per una maggiore comprensione del suo funzionamento, si rimanda al sito ufficiale italiano sul *crowdfunding*: www.italiancrowdfunding.it.

²⁵Cfr. www.bankpedia.org.

²⁶Lo stesso ministro dell'Economia e delle Finanze (F. Saccomanni) nel corso di un incontro presso il MEF, tenutosi il 16 luglio del 2013, riconosce nei fondi di credito una nuova forma di intermediazione finanziaria.

²⁷"*possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio*" (art. 46-*bis*, comma 1, TUF).

²⁸Frase inclusa anche nella definizione di OICR di cui all'art. 1, comma 1, lett. k) sempre ad opera del d.l. n.18/2016.

²⁹Cfr. PARZIALE - STOPPELLO, *Finanziamenti alle imprese tramite canali alternativi al sistema bancario: i fondi comuni di investimento*, Financial Community Hub, 3 novembre 2015.

emessi *ad hoc*, a differenza degli USA dove l'erogazione poteva già avvenire in modo diretto. È chiaro l'intervento del legislatore che vuole incrementare le fonti di finanziamento delle imprese o meglio consentire agli intermediari di poter ricorrere ad una nuova forma di approvvigionamento. Alla luce di quanto detto, direi che l'idea di inquadrare i fondi di credito come meri gestori dei *Non Performing Loan* (NPL) sia pressoché superata, oltre a rischiare di limitarne considerevolmente le potenzialità. La disciplina a cui sono sottoposti i fondi di credito nella loro attività di erogazione del credito trova un quadro unitario nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (Provvedimento della BI del 19 gennaio 2015)³⁰. Quanto detto ci consente di concludere che: quando le SPV assumono la forma di fondi comuni di investimento, è ipotizzabile una maggiore tutela normativa. Nonostante ciò, è riscontrabile ancora una forbice molto ampia tra la vigilanza nel settore bancario classico e quella nel contesto *shadow*, divario sanabile solo qualora si ricorresse a disposizioni in grado di non consentire la "profittabilità" del ricorso a tali metodologie di finanziamento rispetto a quelli tradizionali. È necessario che a fare da spartiacque tra la scelta di una metodologia rispetto all'altra non sia l'arbitraggio regolamentare, bensì una convenienza basata su aspetti economici e pratici. Ciò nonostante, non è possibile parlare di divario nel caso in cui le SPV siano "semplici" società di capitali, che non avendo la forma di OICR non saranno soggette neanche alle regole sopra richiamate.

6. Se è vero che ad oggi non esistono misure *ad hoc* idonee a rendere il sistema alternativo più *safe* e trasparente, dall'altro è innegabile che sia a livello internazionale che in ambito più circoscritto come quello europeo non mancano discussioni sulla tematica, volte soprattutto ad evitare che qualora la bolla *shadow* dovesse scoppiare, non generi effetti deleteri come quelli sperimentati durante la recente crisi finanziaria. Inoltre, non va assolutamente trascurato che se si dovesse verificare quello che nessuno (o quasi) si augura, allo stato attuale gli effetti

³⁰Si rimanda al Regolamento per approfondire la disciplina in esame.

sarebbero forse ancora più gravi. Già nel 2010, all'indomani del Summit di Seoul, i leader del G20 riconoscendo il *gap* normativo sullo *shadow banking* hanno richiesto al FSB (organismo volto a promuovere la stabilità finanziaria internazionale) di sviluppare delle raccomandazioni per rafforzare la supervisione e la regolazione nel sistema "ombra". Alla luce di questo mandato, il FSB ha sviluppato due strategie: una riguarda la definizione di un *framework* di monitoraggio idoneo a tracciare gli sviluppi del fenomeno, con un accento sui rischi sistemici e le ipotetiche azioni correttive; l'altra consiste nel coordinamento in merito allo sviluppo di politiche in particolari aree, il cui intervento consentirebbe la mitigazione dei rischi insiti nel sistema. Tra le aree di intervento e gli obiettivi annoveriamo: *i*) mitigare gli effetti di "*spill-over*" tra il sistema tradizione e quello "ombra"; *ii*) ridurre la suscettibilità dei fondi di mercato monetario ad essere soggetti al "run"; *iii*) migliorare la trasparenza e allineare gli incentivi associati alle operazioni di cartolarizzazione; *iv*) impedire o perlomeno smorzare gli effetti pro-ciclici insiti nel ricorso al finanziamento tramite i titoli; *v*) valutare e mitigare i rischi sistemici di tutte le entità *shadow*³¹. Come si può notare la preoccupazione principale delle istituzioni, e per conto loro del FSB, è la possibilità di fare arbitraggio regolamentare; in tal modo i rischi, tanto controllati e mitigati nel mondo tradizionale, riescono a trovare una porta nel forte legame tra le banche e le entità *shadow* generando un effetto contagio che rende nulla tutta la complessa architettura finanziaria e bancaria vigente. Ad oggi, tutto questo si traduce in una incisiva attività di monitoraggio da parte del FSB che si propone (attraverso un report annuale) di tenere sotto la lente le varie sfaccettature del sistema *shadow*, dai soggetti coinvolti all'evoluzione dell'intermediazione creditizia (chi la fa e in che dimensione) con i relativi strumenti utilizzati per effettuarla. La madre degli interventi normativi più recenti, dalla quale hanno tratto ispirazione i legislatori europei, è la c.d. riforma di *Wall Street* (del 21 luglio 2010), nota come il *Dodd-Frank Act* (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*). Sono molteplici gli obiettivi che si

³¹Cfr. FSB, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. An Overview of Policy Recommendations*, 29 agosto 2013.

propone la riforma, cito testualmente “*to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big too fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices ...*”³². In aggiunta, il FSB ha istituito un organismo identificativo delle entità giuridiche, noto con l’acronimo LEI (*Legal Entity Identifier*), che attribuisce un identificativo unico a tutte le entità che prendono parte ad un’operazione finanziaria. L’obiettivo è quello di raccogliere quante più informazioni possibili sull’organismo che effettua le operazioni ritenute potenzialmente pericolose per la stabilità del sistema, evidenziando i punti in cui risulta una maggiore concentrazione dei rischi e di conseguenza suscettibili di rilevanza sistemica³³.

7. A livello nazionale, dalle novità introdotte soprattutto per i fondi di credito, è chiaro come il legislatore italiano volesse rendere il sistema *shadow* un’opportunità in grado di generare una nuovo fonte di intermediazione creditizia, riconoscendo che lo sviluppo di un paese non può prescindere dagli investimenti (punto di partenza per attivare quel famoso moltiplicatore), e che questi ultimi sono possibili solo consentendo alle imprese di accedere al prestito, che negli ultimi anni è risultato completamente strozzato. Salendo di livello, anche in Europa non sono mancati i primi interventi, seppur come già detto, da considerare accessori rispetto alla lotta contro lo *shadow banking* o meglio contro i suoi rischi (l’AIFMD è uno di questi); tuttavia si sta lavorando affinché possano essere individuate regole specifiche in grado di salvaguardare la stabilità finanziaria, con l’obiettivo primario di colmarne il *gap* normativo. A tal proposito il 19 marzo 2012 la Commissione Europea ha pubblicato un *Green Paper* (strumento utilizzato dalla

³²“*per promuovere la stabilità finanziaria degli Stati Uniti migliorando le responsabilità e la trasparenza nei sistemi finanziari, per terminare il “too big too fail”, per proteggere i contribuenti americani ponendo fine ai salvataggi, per proteggere gli investitori da pratiche finanziarie abusive...*”. Tratto dalla riforma e facilmente consultabile su www.sec.gov.

³³Cfr. PLUCHINO, *Dalla banca di fatto alla banca fantasma: lo shadow banking system*, Cacucci Editore, 2014.

Commissione per mettere in consultazione tematiche ritenute fondamentali per l'economia) il cui *core* è proprio lo *shadow banking*, e rispetto al quale si richiede l'intervento degli operatori per vagliare le soluzioni che potrebbero risultare più idonee. La Commissione nella sostanza individua, *inter alia*, tre sfide principali: *i*) identificare e monitorare le principali entità *shadow* e le rispondenti attività; *ii*) determinare un approccio per la supervisione di tali entità; *iii*) estendere lo scopo e la natura della regolazione prudenziale. Tali sfide rappresentano il possibile presidio ai rischi insiti nel fenomeno, che nella sostanza sono gli stessi rischi evidenziati dal FSB. Dopodiché la Commissione, sulla falsa riga di quanto riconosciuto dal FSB, individua 5 aree di intervento sulle quali chiede agli operatori un parere. Le aree sono: *i*) regolazione bancaria; *ii*) *asset management*; *iii*) operazioni di prestito titoli e *repo*; *iv*) cartolarizzazioni; *v*) altre entità *shadow*³⁴. Una risposta significativa alle tematiche sulle quali la Commissione ha interrogato il mercato è arrivata dall'ESRB. Secondo il *Board* europeo per il rischio sistemico, data la continua evoluzione del sistema, non sarebbe opportuno individuare una lista specifica e puntuale (*closed list*) di quelle che potrebbero essere imputate come entità *shadow*, e di conseguenza auspica un approccio flessibile e olistico.

Con riferimento a questo aspetto aggiunge che tra le entità *shadow* vanno sicuramente riconosciuti anche gli *hedge funds*, i quali furono esclusi nel *Green Paper* tra le possibili società ombra³⁵. Inoltre, viene sottolineata l'importanza di individuare con precisione i *drivers* dello *shadow banking system* (preferenze dell'investitore per *asset* liquidi e sicuri, arbitraggio regolamentare, interazione tra liquidità del mercato e finanziamenti liquidi, il ruolo della contabilità con approccio *mark-to-market* e *rating* creditizio) in modo da implementare politiche mirate. D'altro canto il *Board* riconosce diversi benefici del sistema ombra, benefici su-

³⁴Per approfondimento si rimanda al *Green Paper*, facilmente consultabile sul sito della Commissione europea: www.ec.europa.eu.

³⁵Il *Green Paper* individua le seguenti entità come partecipanti al sistema ombra: SPV che effettuano trasformazione di *maturity* e liquidità, MMFs, ETFs che fornisce credito o utilizza leva, società finanziarie che forniscono credito o garanzie sul credito. Le attività caratteristiche: cartolarizzazione, prestito titoli e *repurchase agreement* (pronti contro termine).

bordinati ad una architettura idonea a garantire la trasparenza e la giusta informativa: *i)* contrasto al processo di *deleveraging* del settore bancario europeo; *ii)* supporto alla fornitura del credito per l'economia reale con una cartolarizzazione ben funzionante; *iii)* innovazione finanziaria che può incrementare l'efficienza dei mercati finanziari; *iv)* possibilità di fornire servizi finanziari come il *market making* migliorando per tal via anche la liquidità del mercato. L'ESRB si impegna ad effettuare una opportuna attività di monitoraggio in larga scala ("*macro mapping*") con un successivo controllo più dettagliato per quelle entità considerate sistemiche. Ed infine viene auspicata una forte collaborazione internazionale data la dimensione *cross-border* del fenomeno³⁶. Al di là di queste ipotesi ed intenzioni, un intervento concreto avvenne con il Regolamento (UE) 2015/2365 del 25 novembre 2015 sulla "*trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo*" (SFTR) che modifica il Regolamento n. 648/2012. Al fine di garantire la trasparenza delle SFT, vengono predisposti una serie di obblighi informativi³⁷. Scendendo a livello nazionale, l'intervento più recente risale al 14/02/2016 con il già citato d.l. n. 18 che detta le misure urgenti riguardanti, tra le altre cose³⁸, la garanzia sulle cartolarizzazioni delle sofferenze e la gestione collettiva del risparmio con riferimento ai fondi di credito³⁹. In realtà la vera grande sfida in Europa riguarda l'implementazione di un mercato unico europeo (*Capital Market Union*) alla stregua di ciò che è avvenuto per il sistema bancario con il Meccanismo di Vigilanza Unico, ed i cui lavori hanno preso il via nel novembre 2014 con la pubblicazione di un *Investment Plan* a cura della Commissione europea, nella persona del presidente in carica Jean-Claude Juncker (*Juncker Commission*). Viene posto l'accento soprattutto sulla volontà di colmare il *gap* normativo che sembra essere, a giusta

³⁶Per approfondimento si rimanda al documento consultabile su www.esrb.europa.eu.

³⁷Si rimanda al Regolamento per qualunque approfondimento.

³⁸Ovvero la riforma delle banche di credito cooperativo e il regime fiscale relativo alle procedure di crisi.

³⁹Le modifiche al TUF apportate dal d.l. n. 18/2016 sono state trattate nel paragrafo relativo ai fondi di credito; mentre per quanto riguarda la garanzia sulle cartolarizzazioni delle sofferenze (GACS) il decreto riconosce la possibilità al MEF di porla in essere a determinate condizioni di cui agli artt. 3 ss. d.l. n. 18/2016.

ragione, l'elemento chiave per la lotta alle criticità del sistema *shadow*, anche perché il suo presidio consentirebbe l'evoluzione "manovrata" di tale sistema verso i suoi benefici⁴⁰.

8. Siamo arrivati alla fine di questa breve ma intensa analisi sullo *shadow banking*: fenomeno innovativo ma pericoloso, che può dar vita ad una nuova fonte di sviluppo economico qualora però opportunamente presidiato e controllato. Tirando le somme del tutto, è ormai chiaro che non è possibile esprimere un pensiero univoco sullo *shadow banking system*, esso è tanto amato quanto odiato poiché ad oggi tutti ne riconoscono i possibili benefici ma allo stesso tempo i non trascurabili rischi. Pare ci sia una forte voglia di innovare l'architettura finanziaria, e le *task force* messe in piedi dalle varie istituzioni ne sono la prova. Tuttavia, la speranza più forte è che le buone intenzioni non rimangano tali, che si traducano in un complesso di norme armonizzato, mirato, con uno disegno ben preciso, e che alla fine non diano solo vita, come purtroppo nella legislazione bancaria e finanziaria spesso abbiamo sperimentato, ad un proliferarsi di norme non coerenti tra di loro ed in grado solo di generare nuove competenze e duplicazioni di poltrone. Il rispetto della locuzione latina "*ubi ius ibi societas, ubi societas ibi ius*", ovvero "dove esiste la legge esiste una società, dove esiste una società esiste la legge", va letto in un'ottica più ampia, in quanto la legge non solo deve essere presente ogniqualvolta vi è una società, ma deve avere un ruolo proattivo riuscendone a seguire gli sviluppi. Negli ultimi periodi sono state diverse le evoluzioni in ambito bancario e finanziario, vedremo se i legislatori europei, nazionali ed internazionali saranno in grado di legiferarle, esaltandone le potenzialità ma allo stesso tempo garantendo un sistema più sicuro e trasparente rispetto a quello che stiamo verificando. Auspichiamo alla creazione di un complesso normativo idoneo al raggiungimento di un sistema che consenta all'investitore la piena comprensione del *basket* di titoli in cui sta investendo, e non un impianto che permetta di vedere solo

⁴⁰Per approfondire si rimanda all'*Action Plan* consultabile sul sito della Commissione europea www.ec.europa.eu, nella sezione dedicata alla *Capital Market Union*.

quanto è alla luce del sole. Insomma è necessario che si riesca ad avvistare tutto l'*iceberg* e non solo la punta, in modo da poter virare in tempo la nave prima di rischiare di schiantarsi. "Ai posteri l'ardua sentenza!".

Francesco Di Perna

LA NUOVA DISCIPLINA DEI CONFLITTI DI INTERESSE NEI FONDI PENSIONE ALLA LUCE DEL D.M. 166/2014: ASPETTI SOSTANZIALI E PROFILI APPLICATIVI.* **

(Conflicts of interest in private pension funds in the light of the Ministerial Decree 166/2014)

ABSTRACT: *In the context of pension funds, conflicts of interest, that may be either actual or even potential, may arise whenever the decision of a member of the governing body of the pension fund is, or may be perceived to be, affected by a separate interest, rather than that of the pension fund members and beneficiaries. Being impossible to completely eliminate them, due to the complexity of a financial market where the economic agents are becoming even more interrelated, financial operators are required to adopt an effective conflicts of interest policy. There may be a variety of ways to manage conflicts of interest, including the use of a number of measures, such as the three-stage-approach of identification, monitoring and managing. In this paper, the preliminary analysis of the conflict of interests from the economic point of view of the agency theory is followed by a general overview of the regulatory framework of conflicts of interest for pension funds in the primary and secondary legislation. Against this context, the paper assesses the new provisions on conflicts of interest introduced by the Ministerial Decree 166/2014 by the Ministry of Finance. The Decree seeks to provide a regulatory framework for conflicts of interest, building on the guidelines established in MiFID 2004/39/CE, and pursues a new approach in the regulation of investment restrictions and conflicts of interest involving pension funds, moving from a quantitative approach to one more focused on the valuation of the processes and the management of risks associated with investments. In consideration of the recent replacement of a*

*Contributo approvato dai revisori.

**Le considerazioni contenute nel presente lavoro riflettono esclusivamente le opinioni dell'Autore e non comportano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto di appartenenza.

regulation adopted more than 20 years ago, it is expected that the new provisions will prove to be an important step towards an effective management of conflict situations.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Il conflitto di interessi nella teoria economica del diritto. - 3. Tecniche normative di gestione dei conflitti di interesse. - 4. Il quadro normativo e regolamentare del sistema italiano di previdenza complementare. - 5. La disciplina dei conflitti di interesse nel nuovo D.M. 166/2014. - 6. Conclusioni.

1. I fondi pensione sono per definizione una forma di accantonamento delle risorse di lungo periodo, un “risparmio paziente” che accompagnerà l’intera vita lavorativa dei soggetti iscritti, sia nella fase di accantonamento delle risorse, sia in quella della fruizione delle prestazioni pensionistiche. Istituiti con l’obiettivo di contribuire all’adeguata accumulazione del risparmio previdenziale degli aderenti, al fine di garantire agli stessi il soddisfacimento dei fabbisogni reddituali al termine della vita lavorativa, i fondi pensione rivestono nell’odierno contesto una funzione essenziale sul piano sociale: sostengono il benessere degli anziani in un momento storico in cui è emersa l’esigenza di affiancare lo Stato nella copertura dei bisogni e dei rischi connessi con l’invecchiamento della popolazione.

La rilevante finalità sociale svolta richiede quindi che in ogni momento i meccanismi di funzionamento del sistema operino in modo efficiente nell’interesse dei partecipanti e che gli stessi siano destinatari di specifici presidi nel caso in cui l’azione degli organi amministrativi e di controllo non siano perfettamente allineati con quelli di aderenti e beneficiari.

Scopo del lavoro è stato pertanto quello di ricostruire sistematicamente l’impianto normativo, di rango primario e secondario, che regola il conflitto di interessi nelle forme di previdenza complementare, mediante una riflessione critica sulla disciplina italiana che prendesse in considerazione anche il contesto sovranazionale di riferimento. Si è preliminarmente deciso di approfondire la tematica del conflitto

di interessi nell'ottica dello studioso del diritto dell'economia, al precipuo scopo di individuare i caratteri salienti del fenomeno e valutare di quali strumenti potrebbe disporre il moderno legislatore per contrastare un fenomeno che, come saggiamente sostenuto da Guido Rossi ne "Il conflitto epidemico" nel non poi molto lontano 2003 "sta trasformando il mondo in cui viviamo, conferendogli una fisionomia che stentiamo a riconoscere. Permea l'economia, la finanza, il mercato, la politica, persino il costume. E la cosa peggiore è che in molti casi viene ormai considerato un fatto in fondo normale"¹. Si è proceduto quindi all'analisi degli aspetti di innovazione normativa introdotti dal D.M. 166/2014, al fine di verificare l'idoneità degli stessi a garantire un'adeguata tutela per quei risparmiatori che affidano le proprie disponibilità economiche e le proprie speranze di una serena età pensionabile agli investitori previdenziali.

Il presente lavoro, pur non avendo pretese di compiutezza o esaustività, auspica di riassumere le basi normative di un tema di indubbia delicatezza per gli aderenti ai fondi pensione, alla cui tutela occorre che volga sempre l'intento legislativo.

2. Nel nostro ordinamento sono presenti diverse nozioni di conflitto di interessi, che offrono una pluralità di modelli normativi: la stessa essenza del fenomeno giuridico origina dall'esigenza di dare soluzione ai conflitti fra opposti interessi dei consociati e, pertanto, il sintagma "conflitto di interessi" enuclea una disciplina giuridica che non costituisce un istituto unitario, né viene generalmente percepita come una categoria ordinante. Le normative sul conflitto di interessi, difatti, sono molteplici, per presupposti e per conseguenze, e talvolta anche all'interno del medesimo segmento del diritto coesistono diversi modelli e corrispondenti forme di trattamento legislativo².

Per affrontare il problema della normazione del conflitto di interessi conviene allora muovere da un'analisi del fenomeno nella sua concezione "econo-

¹Cfr. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003

²Cfr. CASSESE, *Conflitti di interessi: il fiume di Eraclito*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 2, p. 235 ss.

mica”, ovvero volta alla ricerca di quelle caratteristiche comuni dell’*agere* economico che possano costituire un *trait d’union* delle differenti fattispecie normative.

In generale, sotto il profilo economico³, il conflitto di interessi presuppone una situazione di separazione tra colui che viene investito di una funzione decisionale e colui che assume il rischio delle decisioni intraprese. Da un punto di vista strutturale si riscontra, perciò, un potere di gestione attribuito ad un soggetto tenuto a perseguire un interesse non proprio; potere che può essere esercitato non allo scopo di fare l’interesse per la cui soddisfazione esso è attribuito, bensì per il perseguimento di fini propri del decisore. Ci si raffronta, a tal proposito, con la teoria economica dell’agenzia⁴.

Il rapporto di agenzia si delinea come una relazione in cui una parte, denominata *principal*, trae beneficio quando un'altra parte, anche definita *agent*, esegue alcuni compiti con diligenza e lealtà e, di converso, subisce un danno (quantomeno in termini di costo-opportunità) quando quest'ultimo agisce nel disprezzo dell'interesse del primo. Il tratto caratteristico di tale relazione è quindi la circostanza in base alla quale l'azione di una parte incide sul benessere dell'altra. Secondo copiosa letteratura, invero, tale modello economico è in grado di attrarre tutti i rapporti sociali, prima ancora che giuridici, in cui un soggetto agisce nell’interesse di altri; rapporti caratterizzati da un'asimmetria informativa che separa il *principal* dall’*agent* e che sottendono il pericolo che l’*agent* agisca con negligenza o in modo sleale, cioè perseguendo un interesse diverso da quello che fa capo al *principal*.

Il fatto, dunque, che tra le parti di una relazione d’agenzia sussista una

³Cfr. ANDERSON, *Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure*, in 25 *UCLA Law Rev.*, 1978, p. 739 ss.

⁴Cfr. ARROW, *The Economics of Agency: An Overview*, in PRATT, ZECKHAUSER (a cura di), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985, p. 36 ss.; JENSEN, MECKLING, *Theory of the firm. Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Finance Economics*, 3, 1976, p. 305 ss.

asimmetria informativa⁵ e che *principal* ed *agent* vantino interessi differenti e, sovente, contrastanti, implica l'insorgere del problema di agenzia, causa a sua volta di costi di agenzia, ovvero di costi che le parti devono sopportare per ottenere un allineamento dei loro interessi⁶.

Le relazioni d'agenzia sovente presentano al loro interno il connotato della fiduciarità, di cui si possono cogliere alcuni tratti caratteristici. In primo luogo, l'*agent* agisce nell'interesse del *principal*: ovvero non sopporta in via esclusiva ed immediata gli eventuali costi delle scelte strategiche effettuate. In secondo luogo, tra le parti sussiste un *gap* informativo. Per tale via, la fiducia è lo strumento che le parti affiancano agli incentivi contrattuali per minimizzare i costi connessi all'informazione privata. Tuttavia, le obbligazioni contrattuali fiduciarie sono vaghe e non specificamente determinate, se non in relazione al generico interesse del *principal*. Tale elemento giustifica la discrezionalità di cui l'*agent* gode nel determinare le modalità di esecuzione dell'incarico. La specificazione dettagliata delle obbligazioni gravanti sull'*agent* sarebbe, infatti, troppo costosa in relazione ai benefici conseguenti: si tratterebbe quasi di un monitoraggio anticipato e continuativo dell'*agent* ad opera del *principal*, il quale non dispone tuttavia di strumenti adeguati per farlo.

Condizione per la realizzazione del conflitto di interessi è l'autonomia

⁵Il dislivello informativo si riverbera sulla incapacità del *principal* di valutare l'azione intrapresa dall'*agent*; ciò crea il noto problema del *moral hazard*, anche conosciuto come *hidden action*. Se il *principal* non può osservare l'azione dell'*agent*, quest'ultimo è incentivato a comportarsi opportunisticamente, facendo prevalere il proprio interesse a discapito dell'interesse della controparte. Il problema dell'informazione asimmetrica si manifesta tuttavia anche in un altro modo; sovente l'*agent* è, infatti, a conoscenza di ulteriori elementi che il *principal* non conosce. Si tratta di elementi a disposizione dall'*agent* che rilevano nella fase iniziale del processo decisionale e che, se utilizzati in modo distorto, possono pregiudicare l'interesse del *principal*. La letteratura economica utilizza l'espressione *adverse selection* o *hidden information* per indicare tale secondo problema d'agenzia. Anche il dislivello informativo è un elemento endogeno alla relazione d'agenzia che giustifica, nell'ambito delle relazioni contrattuali, la stipulazione dello stesso contratto: il *principal* entra, infatti, in una relazione d'agenzia a causa del patrimonio altamente specialistico posseduto dall'*agent* o a causa delle risorse limitate di cui dispone. In entrambi i casi, si assiste a un'asimmetria informativa tra le parti, causa dei già citati fenomeni del *moral hazard* e dell'*hidden information*.

⁶Cfr. CAVAZZUTI, *Conflitto di interessi ed informazioni asimmetriche nell'intermediazione finanziaria*, in *Banca impresa società*, 1989, p. 358 ss.

decisionale di cui gode l'*agent*-fiduciario nella gestione delle risorse del *principal*-fiduciante⁷. Ciò, quindi, che l'ordinamento cerca di prevenire è la violazione della "fiducia" che un soggetto debole ripone in un altro soggetto forte; violazione, quest'ultima, che sembra realizzarsi ogniqualvolta il secondo intenda avvantaggiare sé o un terzo a discapito del primo con un comportamento evidentemente doloso. Pertanto, in presenza di una situazione quale quella testé menzionata sussiste il conflitto di interessi a prescindere dall'effettivo verificarsi di un danno in capo al cliente, essendo sufficiente la "mera potenzialità".

L'istituto del conflitto di interessi presuppone inoltre che l'*agent* non funzionalizzi la discrezionalità di cui è investito a vantaggio esclusivo della controparte. Da un punto di vista giuridico ciò implica che la parte informata violi le regole della correttezza⁸, ovvero le regole che impongono alle parti contrattuali di comportarsi in modo leale ed equo. La correttezza si traduce altresì nella regola della trasparenza, anche se è doveroso osservare come il dovere di trasparenza, pur essendo specificazione della correttezza e della professionalità, si è, nell'attuale contesto normativo, ritagliato uno spazio di autonomia propria. Per tale via, la trasparenza costituisce un vero e proprio strumento di tutela delle parti meno informate e di concorrenza tra gli operatori di mercato, posto che un *agent* maggiormente trasparente è suscettibile di miglior apprezzamento sul mercato da parte dei *principal*.

⁷In altri termini, in presenza di una relazione fiduciaria, maggiore è la discrezionalità in capo all'*agent*, maggiore è il rischio che costui ponga in essere comportamenti opportunistici, finalizzati all'ottenimento di un vantaggio patrimoniale diverso dal legittimo compenso per l'attività svolta. Le relazioni prive di discrezionalità, invece, non sono foriere di tali problematiche e possono agevolmente essere amministrare con gli strumenti formali predisposti dall'ordinamento giuridico.

⁸Il concetto di correttezza, individuato in prima battuta nell'art. 1175 c.c., sembra coincidere con quello di "buona fede oggettiva" e comportare quindi alcune importanti conseguenze. In primo luogo, essa sarebbe fondamento di obblighi collaterali in quanto agli obblighi specifici previsti *ex lege* farebbe derivare una serie di doveri ulteriori idonei a garantire il corretto svolgimento del rapporto e finalizzati ad evitare qualsiasi comportamento che possa pregiudicare l'interesse della controparte. In secondo luogo, la correttezza rileverebbe quale inderogabile principio limitativo dell'autonomia privata, in quanto legherebbe la discrezionalità dell'*agent* a vantaggio esclusivo del *principal*. In terzo luogo, la correttezza assurge a criterio di valutazione a posteriori dell'attività svolta dalle parti, sicché la determinazione di tale obbligo sarebbe rimessa al giudice.

Soprattutto nei mercati più sofisticati, dove gli studiosi dell'economia dell'informazione hanno da tempo sottolineato che solo una piena efficienza informativa è idonea ad assicurare il buon funzionamento e l'integrità del mercato, si è ipotizzato che una disciplina informativa completa e articolata fosse sufficiente alla creazione di una parte capace di tutelare da sé i propri interessi e prendere delle decisioni consapevoli. Si è per questa via giunti al paradigma teorico del "cliente consapevole" il quale, grazie alla gran mole di informazioni di cui viene reso destinatario, sarebbe teoricamente in grado di prendere decisioni ottimali.

Orbene, tale obiettivo, sebbene apprezzabile in quanto idoneo a risolvere in radice i costi legati all'asimmetria informativa, è, nel contesto economico attuale, difficilmente realizzabile e il *duty of information* rischia solo di trasformarsi in un inutile formalismo, volto a deresponsabilizzare l'intermediario e a ledere proprio gli interessi della parte che ci si prefiggeva di proteggere.

3. Prima di procedere con la disamina delle previsioni normative in materia di conflitto di interessi nelle forme di previdenza complementare, si ritiene opportuno interrogarsi su quale sia il sistema normativo-istituzionale più efficace ad assicurare la tutela degli interessi del *principal* e, di riflesso, del mercato ove quest'ultimo opera insieme all'*agent*.

Da un punto di vista normativo le possibilità di intervento si muovono principalmente in due direzioni⁹. Da una parte attraverso l'introduzione di un sistema di divieti e vincoli contrattuali e normativi strumentali alla prevenzione delle cause che possono pregiudicare l'indipendenza dell'*agent* nei confronti degli interessi del *principal*, e che opera ex ante, ovvero prima che il conflitto si manifesti. Dall'altra, attraverso la valorizzazione di strumenti finalizzati a verificare ex post rispetto al compimento di una determinata operazione il perseguimento

⁹Cfr. SARTORI, *La teoria economica dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 2001, p. 607 ss; RAZZANTE, *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, p. 51 ss.

dell'interesse proprio o di terzi invece che di quello del *principal*.

Come è agevole comprendere, il primo tipo di intervento è finalizzato ad attenuare geneticamente il conflitto di interessi. Le tecniche legislative per raggiungere tale obiettivo sono molteplici e variano a seconda del settore di riferimento. Il tratto che le accomuna è il tentativo di limitare la discrezionalità in capo all'*agent*, dal momento che si ritiene che proprio dalla discrezionalità dell'*agent* si concretizzino possibili operazioni lesive per il *principal*. Per tale via, si valorizzano le tecniche formali prodromiche alla limitazione della discrezionalità dell'*agent* attraverso la presunzione legislativa che limitando la discrezionalità in capo al soggetto informato si perseguano gli interessi della controparte e del mercato¹⁰.

La seconda strada percorribile per amministrare il conflitto di interessi consiste nell'introduzione di un sistema di norme flessibile volto a gestire il conflitto non *ex ante* ma *ex post*, basandosi sul principio della trasparenza, sulle regole della buona fede e, soprattutto, su un adeguato sistema rimediabile di natura sanzionatoria, in grado di internalizzare i costi dei comportamenti opportunistici. Diversamente che dal primo modello normativo, tale *policy* va nella direzione opposta di valorizzare la discrezionalità dell'*agent*, che solo in una piena autonomia può sfruttare le competenze specifiche e l'*expertise* di cui dispone.

Per offrire una risposta plausibile al problema del conflitto, si devono prendere le mosse dall'analisi dei costi e dei benefici connessi alle due tecniche normative sinteticamente esposte. La prima *policy*, si è detto, presuppone che nella discrezionalità si nascondano i pericoli di comportamenti opportunistici e investe prevalentemente in strumenti formali-preventivi per gestire il conflitto. Tale tecnica legislativa produce dei benefici in termini di sicurezza delle transazioni, di riduzione delle controversie, dell'azione dell'Autorità di Vigilanza, chiamata a verifi-

¹⁰A titolo meramente esemplificativo, l'*agent* potrebbe essere obbligato *ex lege* o *ex contractu* a non porre in essere alcuna operazione senza ottenere preventivamente dal *principal* apposite istruzioni. Si pensi, in merito alla disciplina dell'autorizzazione nei contratti di negoziazione di strumenti finanziari.

care il rispetto di previsioni solo formali. In definitiva, i rapporti tra le parti verrebbero oggettivizzati.

D'altro canto, è noto che il formalismo accresce notevolmente i costi transattivi, giacché molte risorse che potrebbero essere dedicate al raggiungimento di transazioni efficienti vengono impiegate per ottemperare alle esigenze del formalismo stesso. Inoltre, secondo gli attuali studi di finanza comportamentale, una sovra-informazione del contraente debole, volta nelle intenzioni del legislatore a una maggiore "responsabilizzazione" del *principal*, potrebbe comportare l'effetto opposto a quello voluto, ovvero una "deresponsabilizzazione" dell'*agent*¹¹.

Dal punto di vista economico, pertanto, la scelta della prima o della seconda tecnica normativa dovrebbe quindi essere fatta sulla base di un'analisi puntuale dei rispettivi costi¹² e benefici marginali. Nel mondo reale tuttavia si presentano situazioni complesse che impongono di fare affidamento su entrambe le tecniche normative in esame.

La tensione che viene a crearsi tra i costi connessi ad una eventuale gestione infedele e i benefici di una gestione accurata e nell'interesse del *principal* spesso non può essere interamente eliminata da strumenti formali-preventivi, finalizzati a ridurre l'autonomia del gestore. In questo modo, si è dimostrato, pur minimizzandosi i rischi di comportamenti opportunistici, verrebbero vanificati anche molti dei benefici connessi all'attività dell'*agent*. La risposta al problema va

¹¹L'assunto del legislatore in base al quale la tutela degli interessi delle parti meno informate di una relazione contrattuale si realizza limitando la discrezionalità della controparte informata è ritenuto da molti erroneo proprio nel suo presupposto teorico. Come si è avuto modo di ricordare è, infatti, proprio la discrezionalità caratterizzante le relazioni di agenzia che consente ai *principals* di ridurre i costi transattivi e di massimizzare l'utilità dell'*agent*.

¹²Regolare una relazione di agenzia è come noto alquanto costoso. Nondimeno i costi d'agenzia sono direttamente proporzionali al *gap* informativo che separa le parti di tale relazione: maggiore è l'asimmetria informativa tra *principal* ed *agent* e maggiori sono i costi che le stesse parti devono sopportare per allineare i loro interessi; per contro, minore è il dislivello informativo e minori saranno i costi d'agenzia connessi. Si definiscono *agency costs* tutti i costi associati alla predisposizione dei diversi strumenti contrattuali e legali utilizzati dalle parti e dall'ordinamento per ottenere un risultato il più possibile efficiente (nel senso voluto da Pareto).

dunque ricercata, almeno in parte, nell'ambito del sistema di controllo e di responsabilità. Tale prospettiva prevede uno spostamento del problema dal piano sostanziale a quello rimediale¹³. Le regole fiduciarie, infatti, tutelano effettivamente l'interesse del *principal* solo se l'ordinamento giuridico le considera nella definizione e nella predisposizione dell'apparato rimediale¹⁴ nell'ambito delle cosiddette norme sui danni da inadempimento.

In concreto, l'*agent* deciderà se adempiere o meno alla propria prestazione comparando il prezzo che l'ordinamento impone per l'inadempimento con quello dell'alternativa più conveniente a cui dovrà rinunciare per adempiere. E' intuitivo concludere che in una relazione d'agenzia, l'*agent* porterà a termine le sue obbligazioni se il costo dell'inadempimento sarà maggiore di quello connesso all'adempimento.

Passando ora ad esaminare la situazione del *principal*, risulta alquanto difficile una valutazione del danno subito, non solo in quanto tali rapporti sono sovente caratterizzati da incertezze nella prestazione e nella sua quantificazione, ma anche per la sussistenza di un elemento fiduciario che, se violato deliberatamente, giustifica un intervento sanzionatorio non realizzato dal semplice risarcimento del danno. Se il comportamento sleale procura all'*agent* un profitto superiore al danno da risarcire al *principal*, il primo non è disincentivato alla realizzazione dell'inadempimento doloso qualora la sanzione a suo carico corrisponda unicamente al risarcimento dei danni patiti dal *principal*. Ne consegue che la violazione intenzionale dell'elemento fiduciario da parte dell'*agent* giustifica un intervento

¹³I rimedi sono, infatti, gli strumenti che il diritto positivo offre alle parti di una relazione contrattuale per dare concreta attuazione ai propri interessi giuridicamente protetti nel caso in cui essi vengano lesi. Le regole rimediali costituiscono inoltre degli incentivi comportamentali per le parti e assumono, di conseguenza, un ruolo cruciale nel processo di gestione delle relazioni di agenzia. Il sistema rimediale assume un ruolo decisivo sia per l'internalizzazione delle esternalità negative derivanti dai comportamenti opportunistici dell'*agent*, sia per la prevenzione degli stessi attraverso la sua funzione deterrente.

¹⁴La regola rimediale attribuisce agli *agent* un prezzo implicito sotto forma di costo opportunità; esso, come ogni altro prezzo, determina almeno in parte le scelte individuali.

più severo da parte dell'ordinamento giuridico rispetto al semplice risarcimento dei danni quantificabile nel pregiudicato atteso guadagno del *principal*. E neppure si ritiene sufficiente il rimedio dell'annullabilità dell'atto compiuto in conflitto di interessi. Lo strumento risarcitorio e quello invalidante il contratto, infatti, non sono idonei a scoraggiare il compimento dell'atto illecito laddove quest'ultimo comporti per l'*agent* un arricchimento superiore al danno del *principal*.

Alla luce di quanto detto, sarebbe auspicabile, almeno in quei settori di mercato ove sussiste una Autorità amministrativa indipendente, la previsione di sanzioni pecuniarie amministrative, che si affianchino alla sanzione civile e, se presente, a quella penale, in modo da rimediare alle imprecisioni del sistema civilistico e penalistico.

Dalle riflessioni che precedono emerge chiaramente la necessità di una rigorosa disciplina del conflitto di interessi nel mercato finanziario, dal momento che perfino un mercato concorrenziale ed efficiente parrebbe essere condizione necessaria, ma non sufficiente per scongiurare i comportamenti opportunistici degli operatori.

Vedremo nel proseguo della trattazione se, e in qual misura, il legislatore ha applicato tali principi con riferimento alla disciplina del conflitto di interessi nelle forme di previdenza complementare.

4. I fondi pensione hanno visto un considerevole sviluppo negli ultimi decenni e costituiscono ormai una delle categorie di investitori istituzionali¹⁵ più rilevanti del nostro Paese. Secondo quanto pubblicato dalla COVIP nella sua Relazione Annuale¹⁶, alla fine del 2015 le forme pensionistiche complementari operanti nel sistema erano 469 (di cui 36 fondi pensione negoziali, 50 fondi aperti, 78 piani individuali pensionistici di tipo assicurativo e 304 fondi pensione cosiddetti preesi-

¹⁵Sono investitori istituzionali principalmente le banche, le assicurazioni, le SGR, i fondi pensione, le Casse di Previdenza professionali di primo pilastro e le fondazioni di origine bancaria.

¹⁶Cfr. COVIP (2015), *Relazione per l'anno 2015*, Roma

stenti, ovvero quelli già operativi al momento dell'entrata in vigore della legge delega che ha poi dato vita al d. lgs 123/1993). Gli aderenti alle forme pensionistiche a fine 2015 erano circa 7 milioni, per un totale di risorse accumulate dai fondi pensione di poco superiore a 140 miliardi di euro (l'8,6% del PIL nazionale).

L'attuale assetto regolamentare della previdenza complementare italiana è dettato dal d.lgs. 252/2005. Tale disciplina è intervenuta al dichiarato fine di procedere alla riforma e al riordino della materia, dopo i numerosi interventi successivi al d.lgs. 14/1993 che avevano determinato un quadro normativo piuttosto frammentario e non erano stati in grado di generare tassi di adesione alle forme pensionistiche complementari soddisfacenti¹⁷. Al fine di assicurare agli iscritti più elevati livelli di copertura previdenziale, il legislatore ha improntato l'intero sistema pensionistico complementare al principio della libertà di adesione, introducendo all'art. 1, comma 2, del d.lgs. 252/2005 la disposizione secondo cui *"l'adesione è libera e volontaria"* e affidando alla previdenza complementare un ruolo primario nel garantire, in collegamento con la previdenza pubblica, il raggiungimento di un livello di reddito adeguato alle esigenze di vita durante il periodo del pensionamento¹⁸.

Quanto alle forme giuridiche che il legislatore ha predisposto per la

¹⁷Nonostante la crescente importanza della previdenza complementare, infatti, la disciplina legislativa dei regimi previdenziali integrativi è rimasta per lungo tempo inadeguata. Una disciplina completa dei fondi pensione è stata approvata solo nel 1993 (d.lgs. 124/1993, di attuazione della l. delega 421/1992). Nel suo impianto originario, tale regolamentazione era tesa a favorire la creazione di fondi pensione collettivi e a differenziare in modo netto un secondo pilastro, propriamente previdenziale e ad adesione collettiva, da un terzo pilastro finanziario-assicurativo e ad adesione individuale. La citata normativa appariva tuttavia carente e frammentaria, soprattutto in materia fiscale. Per ovviare al problema sono state emanate nel tempo una serie di previsioni normative volte a razionalizzare la materia: si fa riferimento alla l. 335/1995 e al d.lgs 47/2000 che, in attuazione della l. 133/1999, ha provveduto al riordino del regime fiscale della previdenza complementare. Una completa riforma della normativa in materia si ha avuta però solo con il d.lgs 252/2005 (successivamente modificato dalla l. 296/2006, art 1, commi 749-767 e dal d.lgs 28/2007, attuativo della Direttiva comunitaria 41/2003 in materia *"di attività e di supervisione degli enti pensionistici aziendali e professionali"*, cosiddetta Direttiva IORP).

¹⁸Cfr. BRAMBILLA, *Capire i fondi pensione*. Milano: Il sole 24 ore, 2007.

realizzazione concreta del piano previdenziale, esse sono formalmente tre¹⁹: la forma associativa riconosciuta ex art. 36 c.c., il modello fondazionale e il patrimonio separato (per i fondi aperti)²⁰.

Prima di procedere con la trattazione in materia di conflitti di interesse, esaminiamo brevemente i tratti salienti delle tre principali forme pensionistiche complementari: fondi pensione negoziali, fondi aperti, piani individuali pensionistici (PIP)²¹.

I fondi pensione negoziali sono così chiamati perché si rivolgono ad una base associativa ben definita e sono promossi sulla base di accordi collettivi nazionali stipulati in genere dalle associazioni di categoria. L'elemento fondante è l'origine negoziale del fondo, essendo la fonte istitutiva frutto di un accordo fra i rappresentanti delle categorie dei lavoratori e dei datori di lavoro, se il fondo è a contribuzione bilaterale; dei soli lavoratori se a contribuzione unilaterale. Con la redazione dell'atto costitutivo e dello statuto del fondo, secondo le indicazioni fornite dall'Autorità di Vigilanza, si perfeziona l'istituzione del soggetto giuridico fondo pensione, il quale, una volta ottenuta la necessaria autorizzazione ad operare da parte della COVIP ed essere stato, conseguentemente, iscritto nell'Albo dei fondi pensione, potrà iniziare l'attività di raccolta delle adesioni. Tratto caratteristico di questa forma rispetto alle altre è l'obbligatorio affidamento a terzi della gestione del patrimonio²², giusta la previsione dell'art. 6 comma 1 del d.lgs.

¹⁹Il primo dei tre modelli è stato promosso sin da subito sia dalla prassi che dall'organo di vigilanza che già negli Orientamenti del 18 giugno 1997 aveva espresso la propria preferenza per la forma associativa, maggiormente rispondente, quanto a struttura ed organi, alle esigenze di rappresentanza degli interessi degli aderenti in accordo con la disciplina degli organi del fondo recata dal d.lgs. 124/1993 prima e dal d.lgs. 252/2005 poi. La delibera si riferiva infatti a tre organi: assembleare, amministrativo e di controllo, le cui attribuzioni sono però ricalcate sulla disciplina della s.p.a. La fondazione, seppure formalmente adatta allo scopo in quanto strutturata per gestire un patrimonio in ordine al raggiungimento di un fine unitario deciso *ab origine*, manca però di qualsiasi elemento di rappresentatività degli aderenti.

²⁰Cfr. BESSONE, *Previdenza complementare*, Torino, Giappichelli, 2000.

²¹Cfr. CESARI, *I fondi pensione*, Bologna: Il Mulino, 2007.

²²Le ragioni di questa opzione legislativa sono riconducibili all'opportunità, per meglio tutelare il risparmio previdenziale, di affidare ad un gestore professionale la cura della gestione quotidiana

252/2005 in materia di gestione finanziaria dei contributi raccolti.

I fondi pensione aperti sono frutto di un atto unilaterale del soggetto istitutore, la decisione dell'organo assembleare, su proposta di quello amministrativo, di formare *“un patrimonio di destinazione, separato ed autonomo, nell'ambito della medesima società od ente, con gli effetti di cui all'articolo 2117 del codice civile”*, a norma dell'art. 4 comma 2 del d.lgs. 252/2005, cui seguirà l'adozione del regolamento del fondo pensione (redatto in base allo schema fornito dall'Autorità di vigilanza²³). Il fondo aperto si configura quale una nuova area d'affari dell'istitutore, la quale risponde direttamente al Consiglio di amministrazione dello stesso. Per garantire l'autonomia del fondo a tutela dell'interesse degli iscritti, il legislatore ha previsto la costituzione di due organi: il responsabile del fondo e il consiglio di sorveglianza (nel caso di adesioni collettive superiori ad una determinata soglia). I fondi aperti possono raccogliere adesioni sia individuali sia collettive (ovvero provenienti dalla stessa impresa, se previsto da apposito accordo).

I PIP, Piani Individuali Pensionistici, possono essere realizzati tramite la stipulazione di un contratto di assicurazione ramo vita I o III. La costituzione del PIP avviene in seguito ad una delibera del Consiglio di amministrazione dell'impresa di assicurazione con la quale, al pari dei fondi aperti, verrà costituito un patrimonio destinato, adottando il regolamento del PIP sulla base degli schemi predisposti dall'Autorità di vigilanza, che provvederà ad approvare il regolamento e a iscrivere la forma nell'Albo dei fondi pensione. In questo caso è presente un solo organo appositamente deputato al PIP, il Responsabile della forma pensionistica, essendo comunque coinvolti nella gestione del piano il Consiglio di amministrazione e il Collegio sindacale del soggetto istitutore.

delle masse monetarie, cui si aggiunge il controllo della banca presso la quale sono depositate le disponibilità.

²³Anche in questo caso è necessario il rilascio di apposita autorizzazione ad operare da parte di COVIP con iscrizione del fondo nel registro delle forme pensionistiche per poter intraprendere l'attività di raccolta delle adesioni.

In materia di gestione delle risorse, infine, il legislatore, dopo aver introdotto l'obbligo per le forme pensionistiche complementari di affidare il proprio patrimonio in gestione a terzi abilitati (banche, assicurazioni, SGR, italiane o europee in regime di mutuo riconoscimento) attraverso la stipula di apposite convenzioni, ovvero di gestirlo in modo diretto nei limiti dettati dalla norma e salvo apposita autorizzazione da parte dell'Autorità di vigilanza, ha delegato il Ministro dell'economia alla individuazione con apposito decreto della tipologia di attività in cui i fondi avrebbero potuto investire le proprie risorse (con i rispettivi limiti massimi) e delle regole da osservare in materia di conflitti di interesse che avrebbero potuto riguardare i soggetti sottoscrittori delle fonti istitutive (rappresentati dei lavoratori e dei datori di lavoro) e i soggetti gestori. Con l'obiettivo di realizzare un contemperamento tra la salvaguardia dell'autonomia decisione del fondo e le esigenze di tipo prudenziale, il legislatore aveva stabilito che gli investimenti sarebbero stati soggetti unicamente alle limitazioni previste dal decreto 252/2005 e dai regolamenti ministeriali²⁴.

Per i fondi negoziali e quelli aperti, i limiti e le modalità di investimento delle risorse, i criteri di ripartizione dei rischi e le regole in materia di conflitti di interessi sono stati per lungo tempo definiti dal Decreto del Ministro dell'Economia 703/1996²⁵. Per le forme individuali realizzate mediante contratti di assicurazione,

²⁴La COVIP ha tuttavia la potestà di stabilire i casi in cui per esigenze temporanee del fondo, i limiti di investimento possono essere superati oppure resi più stringenti per particolari circostanze di ordine economico, patrimoniale ovvero organizzativo del fondo stesso.

²⁵In tema di gestione delle risorse finanziarie dei fondi pensione, il D.M. 703/1996 realizzava anzitutto l'equiparazione tra i soggetti autorizzati a gestire il patrimonio dei fondi. Banche, compagnie di assicurazione, SGR e SIM, indipendentemente dal regime o modello gestionale prescelto, venivano sottoposti alle medesime norme, realizzando così una continuità ideale con gli obiettivi di massima equiparazione tra i soggetti gestori ispiratori della riforma attuata con il d.lgs. 252/2005. Veniva stabilito poi che gli stessi avrebbero dovuto operare in modo da assicurare la sana e prudente gestione dei fondi pensione, attraverso una diversificazione degli investimenti correlata alla diversificazione dei rischi del portafoglio gestito, in modo da consentire il raggiungimento di un rendimento adeguato e rispondente alle aspettative degli aderenti. Veniva introdotto il principio della verificabilità dei risultati ottenuti anche tramite l'adozione di parametri oggettivi e confrontabili (cd. *benchmark* di riferimento), al fine di garantire una reale comparabilità dei risultati ottenuti dai gestori e una informativa precisa sia agli organi preposti alla valutazione dei risultati di gestione, che ai membri e beneficiari del fondo.

le modalità di gestione delle risorse e i limiti di investimento sono invece definiti dal cosiddetto “codice delle assicurazioni private” (d.lgs. 209/2005).

Un’attenzione specifica è stata posta dal legislatore nell’individuazione e nel regolamento di possibili situazioni di conflitto di interessi, in virtù dei possibili effetti distorsivi causati dagli stessi sull’andamento del fondo pensione nel tempo.

In concreto, situazioni di conflitto possono sussistere (anche solo a livello potenziale) già al momento della nomina degli organi di gestione del fondo, oppure presentarsi successivamente, al verificarsi di specifiche operazioni.

Nel primo caso, è possibile ipotizzare una riduzione delle situazioni di conflitti di interessi attraverso un’apposita disciplina che individui le fattispecie più ricorrenti tra quelle che possono creare tali situazioni di conflitto (c.d. misure preventive). È compito soprattutto della normativa individuare tali fattispecie e prevedere misure opportune.

La seconda tipologia riguarda, invece, tutte quelle situazioni di conflitto che possono presentarsi durante l’ordinaria gestione del fondo, e che non sono state regolate, in quanto fattispecie non facilmente ricorrenti, da misure preventive. A tal proposito, le raccomandazioni formulate dall’OCSE²⁶ a livello internazionale individuano le seguenti imposizioni in capo al soggetto che si venga a trovare in una situazione di conflitto:

- a) denunciare il conflitto di interessi agli organi competenti del fondo pensione, registrandone la rivelazione nei verbali della seduta di riferimento;
- b) astenersi dalle discussioni relative alle operazioni in cui vi è conflitto;
- c) astenersi dalle votazioni relative alle medesime operazioni.

Oltre ai predetti obblighi, nelle raccomandazioni internazionali viene formulata la necessità di proibire eventuali transazioni tra il fondo pensione e le altre parti interessate dalla situazione di conflitto, salvo che non siano appositamente approvate sulla base di esenzioni individuali.

²⁶Cfr. MAROSSI, YERMO, *Pension funds governance*, Paris, OECD, 2002.

Condivisibile letteratura propone invece un approccio integrato alla gestione dei conflitti di interessi basato sul principio di sussidiarietà: in tal senso la normativa primaria potrebbe enunciare i criteri in base ai quali il conflitto d'interesse dovrebbe essere individuato, denunciato e appropriatamente gestito, nonché i casi di eventuali esenzioni. La normativa secondaria potrebbe invece dettagliare tale disciplina, individuando le fattispecie di conflitto; imponendo agli amministratori dei fondi pensione l'obbligo di denuncia delle operazioni in conflitto di interesse e la gestione degli stessi secondo le *best practices* esistenti a livello nazionale e internazionale; affidando un ruolo attivo alla competente Autorità di vigilanza nel valutare se ricorrono casi di esenzione dall'applicazione della disciplina in materia. L'individuazione degli strumenti più idonei alla gestione dei conflitti di interesse nei fondi pensione non può tuttavia prescindere da una accurata valutazione degli aspetti organizzativi e gestionali delle forme pensionistiche, né dalle modalità di gestione finanziaria degli investimenti dagli stessi effettuati.

Con riferimento alla disciplina normativa delle situazioni di conflitto di interesse, il legislatore nazionale aveva previsto all'art. 6, comma 4-quinquies, lettera c) del d.lgs. 124/1993 un rimando alla normativa secondaria, la quale si è per lungo tempo concretizzata nelle previsioni contenute negli artt. 7 e 8 del D.M. 703/1996, essenzialmente incentrate su conflitti nella gestione finanziaria. I provvedimenti citati non offrivano tuttavia una definizione normativa unitaria di conflitto di interesse. Basandosi su quanto teorizzato da autorevole dottrina²⁷, veniva considerato conflitto di interesse «*la situazione per la quale l'intermediario sia portatore di un interesse, potenzialmente confliggente con quello dell'investitore, ulteriore rispetto a quello tipicamente insito nel sinallagma del rapporto contrattuale che lo vincola al cliente*». Dalla lettura degli artt. 7 e 8 del D.M. 703/1996 e dell'art. 23 del d.lgs. 385/1993 è possibile desumere che la tutela degli aderenti dei fondi di previdenza complementare trovava la sua attuazione attraverso

²⁷Cfr. DE MARI, SPADA, *Intermediazione e promotori finanziari*, Zanichelli, Bologna, 2005.

l'assolvimento di obblighi di informazione e di trasparenza, per effetto di una procedura di comunicazione che consentiva ai soggetti di valutare la natura dei conflitti e le relative criticità.

La normativa, infatti, non vietava ai gestori di effettuare operazioni d'investimento in conflitto d'interessi, ma poneva in capo agli stessi obblighi di natura informativa nei confronti dei fondi, e indirettamente, della COVIP, sulla base del principio che, non essendo possibile garantire in assoluto la prevenzione del conflitto, la tutela degli aderenti si realizzava opportunamente mediante obblighi di trasparenza²⁸.

L'art. 7 del D.M. 703/96 regolamentava i conflitti di interessi relativi agli investimenti nell'ambito dei rapporti di gruppo, al fine di evitare che da tali operazioni potessero emergere situazioni lesive degli interessi degli aderenti²⁹. L'art. 8 del citato decreto ministeriale individuava alcune situazioni potenzialmente formative di interessi in conflitto: la sussistenza di rapporti di controllo tra il gestore e la banca depositaria; il controllo del gestore da parte di soggetti sottoscrittori delle fonti istitutive; la gestione delle risorse del fondo funzionale ad interessi dei soggetti sottoscrittori delle fonti istitutive, dei datori di lavoro tenuti alla contribu-

²⁸Cfr. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in Banca Borsa Titoli di credito, 2007, p. 431 ss.; LENER, *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in Banca Impresa Società, 1999, p. 351 ss.; LENER, *Rapporti tra intermediari e clienti e gestione dei conflitti di interesse*, in AMATUCCI, BUONOCORE (a cura di), *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti*, Milano, 2008, pp. 91-92.

²⁹In particolare, veniva anzitutto previsto l'obbligo per i gestori dei fondi che avessero avuto un interesse (direttamente o attraverso il gruppo di appartenenza) in operazioni di investimento effettuate per conto del fondo pensione, di indicare i contenuti dell'operazione e la natura dell'emittente, nonché a darne comunicazione nella rendicontazione inviata con cadenza almeno quindicinale al fondo pensione. Il medesimo obbligo sussisteva nell'ipotesi di investimenti in titoli emessi dai sottoscrittori delle fonti istitutive (datori di lavoro tenuti alla contribuzione e imprese appartenenti al medesimo gruppo) effettuati dalla banca depositaria. I fondi pensione avrebbero potuto investire fino a un massimo del 20 % del proprio patrimonio in titoli emessi dalle fonti istitutive tenute alla contribuzione (limite esteso al 30 % nel caso di fondi di categoria). In tali circostanze i soggetti emittenti avrebbero dovuto informare il gestore, che sarebbe stato tenuto a sua volta a darne notizia sia al fondo che alla banca depositaria incaricata. Una volta venuta a conoscenza di tale situazione di conflitto di interessi, il fondo pensione, nella persona del responsabile del fondo o del suo rappresentante legale, aveva l'obbligo di informare l'Autorità di vigilanza.

zione, del gestore o di imprese dei loro gruppi; qualsiasi relazione di affari riguardanti il fondo, il gestore, i datori di lavoro tenuti alla contribuzione, le fonti istitutive e la banca depositaria che potessero influenzare la corretta gestione del fondo pensione. Veniva posto anche in questo caso a carico dei soggetti coinvolti l'obbligo di comunicare al fondo pensione la sussistenza delle situazioni di conflitto.

Per prevenire l'insorgenza di situazioni di conflitto di interessi, il D.M. 703/1996, infine, individuava le incompatibilità tra le funzioni di membro di organi di amministrazione, direzione e controllo del gestore delle risorse del fondo e le funzioni di membro di organi di amministrazione, direzione e controllo del fondo pensione e dei soggetti sottoscrittori. In determinate situazioni il quadro normativo generale si arricchiva con quello di dettaglio definito dallo statuto della forma pensionistica complementare, potendo lo stesso recare integrazioni alla disciplina delle fattispecie del conflitto di interesse prevista dall'ordinamento nazionale³⁰.

Su taluni aspetti relativi alla gestione finanziaria e alla *governance*³¹ delle forme pensionistiche così come delineate nel d.lgs. 252/2005 e nel D.M. 703/1996³², tuttavia, tanto la letteratura economica quanto i confronti internazio-

³⁰Un esempio era da rinvenire nella predisposizione del codice etico ad opera del fondo pensione complementare per i lavoratori dipendenti dai datori di lavoro operanti nel Trentino Alto Adige (denominato Laborfonds) – entrato in vigore nel 2008, vincolante in ogni sua parte per collaboratori, amministratori, consulenti e fornitori di servizi – nel quale si identificavano ulteriori fattispecie di conflitti di interesse e veniva fatto obbligo di darne comunicazione al comitato di controllo interno del fondo pensione e al consiglio di amministrazione allo scopo di adottare i provvedimenti ritenuti più idonei a dirimere la situazione di conflitto.

³¹A livello internazionale era ormai pacifico come l'influsso positivo dei fondi pensione sui mercati finanziari e sulla crescita economica, che esplica il massimo impatto una volta che tali investitori abbiano raggiunto dimensioni rilevanti, risulti amplificato dall'adozione di appropriati sistemi di amministrazione e controllo. In tale prospettiva, adeguati sistemi di *governance* dei fondi pensione risultano di fondamentale importanza sia per lo sviluppo dei sistemi di previdenza complementare sia per garantire livelli di prestazioni pensionistiche adeguate ai lavoratori. La *governance* viene infatti considerata dalla letteratura empirica come un fattore determinante della performance dei fondi pensione, dal momento che consente al fondo di perseguire migliori strategie di investimento e una più efficiente gestione delle risorse.

³²Cfr. CAFAGGI, *I fondi pensione: struttura di governo e regole di responsabilità*, in *Quaderni Mefop* n. 5, 2002

nali³³ avevano nel tempo rilevato numerose criticità³⁴. Il tema aveva assunto proporzioni di più ampio respiro a seguito del recepimento nel nostro ordinamento della direttiva 2003/41/CE (cosiddetta Direttiva IORP), che prevedeva – per la disciplina degli investimenti dei fondi pensione – l’introduzione, in linea con il principio del *prudent man*³⁵, di più ampi margini di flessibilità nella gestione delle risorse attraverso l’adozione di regole generali di natura qualitativa e l’applicazione di limiti massimi agli investimenti solo in alcuni specifici casi.

Un simile approccio avrebbe di fatto comportato l’introduzione di più ampi margini di flessibilità nella gestione e una maggiore responsabilizzazione dei fondi pensione, che sarebbero stati chiamati ad avere, conseguentemente, un ruolo più attivo nel controllo dei rischi assunti. A questo si sarebbe affiancato necessariamente un adeguamento degli assetti organizzativi degli operatori, nonché un ampliamento del ruolo dell’Autorità di vigilanza, chiamata a valutare in concreto l’idoneità delle strutture operative dei fondi a gestire adeguatamente i rischi operativi e finanziari assunti dagli stessi.

Si era quindi affermata da più parti l’esigenza di una revisione della normativa in materia di investimento e conflitti di interesse. In quest’ultimo settore, a livello europeo negli anni Duemila era in corso una profonda revisione nel più ampio settore finanziario della regolazione della materia, realizzata con l’entrata in vigore della Direttiva MiFID³⁶.

³³Cfr. MERUSI, *Il conflitto di interessi fra tutela del risparmio e normativa comunitaria*, in Banca Impresa Società, 2008, p. 183 ss.

³⁴Cfr. BESSONE, *Gestione finanziaria dei fondi pensione. La disciplina delle attività, le situazioni dei conflitti di interesse*, in *Contr. Impr.*, 2002.

³⁵Il principio della persona prudente si traduce in chiave operativo-gestionale nel controllo del rischio e nell’efficienza della gestione delle risorse, al fine del conseguimento dell’importante obiettivo della protezione degli interessi degli aderenti ai fondi pensione.

³⁶Ci si riferisce alla *Market in Financial Instruments Directive*, ovvero la Direttiva n. 2004/39/CE, modificata dalla Direttiva n. 2006/31/CE e implementata dalla Direttiva 2006/76/CE. Con tale normativa, in particolare, il legislatore comunitario, in considerazione della gamma sempre più ampia di attività che gli intermediari finanziari si trovavano ad esercitare e del conseguente aumento dei conflitti di interessi potenziali tra queste diverse attività e i clienti, prende atto della definitiva impossibilità di eliminare tali conflitti e sceglie un criterio disciplinare volto non a

5. A settembre 2014 è stato adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro del lavoro e delle politiche sociali, sentita la COVIP, il nuovo Regolamento recante norme sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse³⁷, in attuazione dell'art. 6, comma 5-bis, del d.lgs. 252/2005. Il D.M. 166/2014, coerentemente con il quadro europeo di riferimento, prevede una nuova impostazione nel disciplinare limitazioni agli investimenti e conflitti di interesse nel settore della previdenza complementare, passando da un approccio prevalentemente quantitativo ad uno maggiormente incentrato sulla ponderazione dei processi, nonché sulla gestione dei rischi connessi agli investimenti.

La modifica della regolamentazione esistente, partendo dall'obiettivo di perseguire gli interessi degli aderenti e dalla considerazione che l'investimento previdenziale ha una natura peculiare e differente da quello puramente finanzia-

vietare *tout court* il compimento di una prestazione in conflitto, ma a riconoscerne la legittimità, nella misura in cui non vengano lesi gli interessi dei clienti. La MiFID si fa promotrice in tal senso del principio dell'*abstain or disclose*, in base al quale gli intermediari finanziari, qualora non siano in grado di prevenire o eliminare un conflitto con un proprio cliente, possono scegliere alternativamente se astenersi dal compiere l'operazione in conflitto ovvero provvedere un'adeguata informativa alla controparte in merito all'esistenza di una situazione pregiudizievole che non è stato possibile rimuovere. D'altra parte, è fuor d'ogni dubbio che non esistono misure *standard* determinabili a priori e applicabili in egual modo da tutti gli intermediari finanziari. Ciascuna impresa dovrà quindi individuare e applicare quelle che ragionevolmente ritiene idonee al soddisfacimento dei propri obiettivi. Questo criterio è ben esplicito nella disposizione normativa in cui si richiede all'intermediario di identificare i potenziali casi di conflitti di interesse, di valutarne la portata afflittiva, di implementare norme comportamentali idonee a prevenirne l'insorgenza ovvero di procedere a dare adeguata informativa qualora le misure adottate non siano sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio lesivo agli interessi dei clienti possa essere evitato. Per un'analisi critica della disciplina dei conflitti di interessi nella Direttiva MiFID cfr. ENRIQUES, *Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework*; SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, in Banca Borsa Titoli di Credito, 2007, p. 121 ss.; VISMARA, *La nozione del conflitto di interessi nel "sistema MiFID" (Direttiva n. 2004/39/CE e n. 2006/73/CE)*, in *Diritto comunitario e degli scambi internazionali*, 2008, p. 561 ss.; ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007.

³⁷Il decreto è entrato in vigore il 28 novembre 2014. Tuttavia, i fondi pensione iscritti all'albo tenuto dalla COVIP ai sensi dell'art. 19, comma 1, del d.lgs. 252/2005 hanno 18 mesi di tempo per adeguarsi alle nuove disposizioni. Nelle more dell'adeguamento continuano ad applicarsi le disposizioni del D.M. 703/1996.

rio, si muove verso una maggiore attenzione alle capacità di conoscenza e gestione degli investimenti e dei rischi a essi connessi. La riduzione delle restrizioni quantitative e l'allargamento delle opzioni di investimento sono accompagnate da una maggiore focalizzazione sui processi decisionali del fondo pensione, sulle capacità professionali e sull'adeguatezza delle strutture organizzative.

La nuova disciplina conferma il principio della sana e prudente gestione, da perseguirsi attraverso l'ottimizzazione della combinazione redditività-rischio, l'adeguata diversificazione e l'efficiente gestione e i principi di diversificazione degli attivi e dei rischi e di contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento.

La protezione degli interessi degli aderenti e dei beneficiari è in particolare realizzata attraverso la previsione di strutture organizzativo-professionali e processi decisionali³⁸ adeguati e proporzionati alla dimensione, complessità e caratteristiche del portafoglio e, più in generale, alla politica di investimento e alle modalità di gestione (diretta e/o indiretta) adottata dal fondo.

In tale nuovo contesto, la COVIP³⁹ è chiamata a controllare l'adeguatezza della struttura organizzativa, professionale e tecnica e delle politiche e procedure per il monitoraggio e la gestione del rischio del fondo pensione, nonché dei parametri adottati per la verifica della gestione. Particolari capacità, in termini di strut-

³⁸Le strutture organizzative e i processi decisionali devono assicurare, in maniera trasparente, una comprensione, controllo e gestione continua di tutti i rischi cui il fondo pensione può essere esposto nell'amministrare le risorse, identificando nel contempo le relative responsabilità. La strategia di investimento dovrà essere motivata e coerente con gli interessi e le caratteristiche degli aderenti e i risultati della gestione dovranno essere verificati tramite l'utilizzo di parametri di riferimento coerenti con gli obiettivi e i criteri della politica d'investimento. Per i fondi pensione che coprono rischi biometrici o garantiscono un rendimento degli investimenti o un determinato livello delle prestazioni, di cui all'art. 7-bis del d.lgs. 252/2005, è richiamata, inoltre, l'attenzione sulla necessità che la politica d'investimento preveda un approccio integrato tra l'attivo e il passivo, in modo da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività.

³⁹L'Autorità può prevedere limiti più vincolanti o più ampi rispetto a quelli fissati nel regolamento, ove siano presenti condizioni economico-patrimoniali e strutture organizzative tali da giustificare un restringimento o un allargamento dell'universo investibile, fermo restando il rispetto dei principi generali sulla gestione delle risorse.

tura organizzativa e professionalità, sono richieste in caso di gestione diretta, ove consentita. Per quanto riguarda gli OICR, sono previsti particolari presìdi anche in termini di trasparenza e gestione del rischio.

In tema di conflitti di interesse, il nuovo Decreto, pur ribadendo la validità del principio di trasparenza, prevede un obbligo di prevenzione, gestione e controllo dei conflitti tramite adeguate misure organizzative. In particolare, la nuova disciplina tiene conto dei principi dettati in materia dalla normativa europea relativa ai mercati degli strumenti finanziari e della tipologia di fondo pensione, operando una distinzione tra fondi dotati di soggettività giuridica e fondi che invece ne sono privi. La recente adozione del D.M. 166/2014, nell'estendere al settore previdenziale i principi fondamentali della Direttiva MiFID, ha posto vieppiù l'attenzione sull'importanza che il fondo pensione si doti di una struttura di *governance* concretamente in grado di prevenire le possibili situazioni di conflitto di interessi e di gestirle adeguatamente, nel caso in cui dovessero comunque trovare manifestazione.

In generale, si prevede che i fondi pensione siano maggiormente responsabilizzati nell'identificare e gestire gli eventuali conflitti di interesse e che si dotino di misure organizzative idonee a evitare che i conflitti possano incidere negativamente sugli interessi degli aderenti e dei beneficiari. Si introduce, in tal senso, l'obbligo di formulare per iscritto e di rispettare un'efficace politica di gestione dei conflitti, adeguata alla dimensione e alla complessità dell'attività. Nel caso in cui le misure adottate non fossero sufficienti a escludere che il conflitto possa recare pregiudizio agli aderenti o ai beneficiari, i fondi pensione sono obbligati a comunicare tempestivamente tali circostanze alla COVIP. Il nuovo modello regolamentare disciplina, inoltre, le ipotesi di conflitto attinenti gli organi di amministrazione dei fondi pensione e i loro componenti, attraverso un richiamo esplicito dell'art. 2391 c.c..

Sono, inoltre, definite le ipotesi di incompatibilità⁴⁰ tra le funzioni di amministrazione, direzione e controllo nel fondo e le corrispondenti funzioni presso il gestore convenzionato e il soggetto depositario.

In linea con quanto previsto per altri intermediari finanziari, e al fine di una maggiore responsabilizzazione del fondo pensione nel prevenire e gestire situazioni di potenziale conflitto, viene ora richiesto al fondo pensione di redigere un apposito documento⁴¹ sulla politica di gestione dei conflitti di interesse, che dovrà essere

⁴⁰Con l'art. 9 del menzionato decreto risultano espunte dalle situazioni di incompatibilità contemplate nella disciplina previgente (art. 8, comma 8 del D.M. 703/1996) quelle relative alle fonti istitutive. Risulta viceversa nettamente ampliata la casistica delle incompatibilità cui fanno capo le funzioni di amministrazione, direzione e controllo del fondo pensione: nel nuovo testo l'incompatibilità sussiste oltre che con gli omologhi soggetti dei gestori convenzionati e depositari – come è già in base al D.M. 703/1996 – anche con gli organi degli enti appartenenti all'intero gruppo di cui essi fanno parte. Si tratta di un ampliamento notevole, che potrebbe comportare qualche difficoltà operativa. Se per un verso in relazione ai fondi pensione di categoria ed ai fondi di aziende o gruppi non finanziari questa disposizione non dovrebbe comportare particolari difficoltà applicative, non altrettanto può dirsi in relazione ai fondi tipicamente preesistenti del settore bancario e assicurativo, nei quali spesso il gestore e la depositaria sono scelti nell'ambito del gruppo di appartenenza. Un primo aspetto di rilievo riguarda lo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo nel fondo pensione, che è incompatibile con lo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo nel gestore convenzionato, nel depositario e in altre società dei gruppi cui appartengono il gestore convenzionato e il depositario. La norma va interpretata nel senso che va esclusa l'incompatibilità in capo ai dirigenti delle società del gruppo del gestore e del depositario che non sia il direttore generale o l'amministratore delegato di una società del gruppo. Resta inteso che eventualmente la posizione degli amministratori del fondo pensione che siano dirigenti di società del gruppo può eventualmente assumere un autonomo rilievo in relazione alla nuova disciplina dei conflitti di interesse. Quanto ai rapporti tra gestore e depositario, non costituiscono incompatibilità i rapporti di controllo o collegamento tra tali enti, a patto che siano rispettate le condizioni della vigente disciplina della Banca d'Italia.

⁴¹Il Documento sulla gestione dei conflitti di interesse, la cui redazione è ora prevista dal D.M. 166/2014, artt. 7, 8 e 9, ha lo scopo di definire la politica di gestione dei conflitti di interesse delle forme pensionistiche complementari di cui al d.lgs. 252/2005.

La normativa in vigore affida al fondo pensione il compito di individuare quando e tra quali soggetti può manifestarsi il conflitto di interessi nella cosiddetta fase di identificazione, specificando che, ai fini della ricognizione, rilevano i comportamenti che recano al cliente un danno potenziale o, per dirlo in altro modo, un danno preventivo-abstracto. In particolare, la normativa vigente richiede al fondo pensione di mantenere ed applicare disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli destinate ad evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei suoi iscritti, attraverso:

- a) il mantenimento di un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse, elaborata per iscritto, ed adeguata alle dimensioni e all'organizzazione dell'Ente e alla natura nonché alle dimensioni e alla complessità della sua attività;
- b) lo svolgimento di una gestione indipendente, sana e prudente finalizzata ad adottare misure idonee a salvaguardare i diritti degli aderenti e dei beneficiari.

trasmesso all’Autorità di vigilanza con le modalità e nei termini indicati dalla legge.

Al fine di assicurare che la gestione del fondo pensione non comporti svantaggi per gli aderenti il legislatore auspica che vengano poste in essere delle procedure di presidio per i contratti stipulati con soggetti⁴², vicini al fondo pensione, che siano in grado di influenzarne le decisioni. Un’adeguata disciplina dei conflitti di interesse comporta anche una corretta procedura di selezione dei terzi fornitori. In particolare per gestori, depositario e compagnia di assicurazione sono previste specifiche indicazioni regolamentari. Per i fondi aperti e PIP occorre rispettare anche la normativa di settore sulle esternalizzazioni. Particolare attenzione va posta ai conflitti dei terzi fornitori rispetto all’attività per cui sono scelti⁴³.

6. Con l’introduzione nel nostro ordinamento del D.M. 166/2014 e la previsione di un quadro normativo organico in materia di regole sugli investimenti e

Nel documento devono trovare, pertanto, adeguata descrizione le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse, le procedure che i fondi pensione sono chiamati a seguire e le misure da adottare per la gestione dei conflitti stessi. Il documento sulla gestione dei conflitti di interesse costituisce parte integrante del manuale operativo del fondo pensione, che dovrà essere integrato con riferimento alle specifiche procedure ivi descritte. Nel nuovo contesto normativo, saranno previsti alcuni specifici adempimenti a carico dei fondi pensione: il documento sulla politica di gestione dei conflitti di interessi, una volta adottato, dovrebbe essere trasmesso alla COVIP, al Responsabile del fondo pensione, al Collegio Sindacale ed al Controllo Interno. Con riferimento alla struttura del documento sulla gestione dei conflitti di interesse, né il legislatore con normativa primaria, né l’Autorità di vigilanza con proprie disposizioni hanno inteso limitare la libertà del fondo pensione di autodefinirne i contenuti. Un fac-simile di documento è stato tuttavia predisposto dall’associazione di categoria Assogestioni, in collaborazione con Mefop, e potrà costituire un utile punto di riferimento per i fondi pensione nell’assolvimento di questo nuovo adempimento normativo.

⁴²È possibile far riferimento alla disciplina Consob in materia di parti correlate, con i dovuti adattamenti. Identificate le parti correlate, occorrerà poi stabilire procedure di istruttoria e approvazione dell’operazione che siano più o meno significative a seconda che l’operazione abbia minore o maggiore rilevanza. La soglia di rilevanza stabilita dalla disciplina Consob (5% dell’attivo, del passivo o del patrimonio netto) deve naturalmente essere adattata per tener conto delle peculiarità delle forme pensionistiche di minori dimensioni.

⁴³Se prevista una regolamentazione dei conflitti di interesse del terzo fornitore (depositario, gestore, eventualmente *advisor*), il fondo acquisisce la relativa attestazione/documentazione del terzo. In caso contrario il terzo fornitore va chiesto di dichiarare i propri interessi rispetto all’attività che deve svolgere (rapporti di partecipazione o professionali con gli altri terzi fornitori del fondo). Il fondo valuta che la situazione non comporti rischi per gli interessi degli aderenti. In caso contrario valuta se non stipulare il relativo contratto o informare gli aderenti e la COVIP circa le valutazioni relative al caso concreto.

conflitti di interesse dei fondi pensione, si è finalmente data conclusione a un dibattito durato più di quindici anni sull'adeguatezza del previgente assetto normativo nel contemperare la necessità di tutelare degli aderenti ai piani pensionistici con le esigenze di una maggiore flessibilità e autonomia in materia di investimenti per i fondi pensione.

L'intero impianto del D.M. 166/2014, passando da un approccio basato sulla puntuale individuazione di limiti e categorie di investimenti a uno caratterizzato da una maggiore flessibilità nell'individuazione della migliore *asset allocation* strategica delle risorse raccolte dal fondo pensione, in relazione alla struttura e alla complessità del fondo, nonché ai fabbisogni di aderenti e beneficiari, si traduce in una maggiore responsabilizzazione del fondo stesso nella determinazione della politica di investimento. Così, nel nuovo assetto regolamentare, un adeguato assetto organizzativo e un efficiente sistema di controlli interni risulta l'elemento centrale per il corretto svolgimento delle attività demandate ai fondi pensione e quindi uno dei principali compiti degli organi preposti allo svolgimento delle funzioni amministrative, direttive e di controllo dei fondi medesimi.

La struttura organizzativa del fondo pensione riveste un'accresciuta importanza anche in materia di conflitti di interesse, essendo demandata proprio all'organo di amministrazione e controllo del fondo la formulazione di una efficace politica di gestione dei conflitti di interesse e l'adozione di ogni misura ragionevole volta alla identificazione e gestione degli stessi, in modo da evitare che questi possano incidere negativamente sugli interessi degli aderenti o dei beneficiari.

Le scelte sin qui compiute in ordine alla complessiva configurazione della struttura organizzativa hanno evidenziato la tendenza pressoché generalizzata ad affidare in regime di *outsourcing* gli incarichi riferiti alla gestione amministrativa e contabile, associata ai vincoli posti dal legislatore in ordine al necessario conferimento a terzi delle funzioni di gestione delle risorse finanziarie, di banca depositaria, di assicurazione delle rendite. In questa proiezione verso l'esterno delle attività svolte si av-

verte l'esigenza per i fondi pensione di adottare modelli organizzativi proiettati a privilegiare funzioni di coordinamento e controllo delle attività gestionali, con particolare riguardo alla progettazione e al monitoraggio dei flussi informativi, alla definizione degli *standard* qualitativi e quantitativi dei servizi esternalizzati, alla valutazione dell'adeguatezza delle procedure e delle risorse impiegate dai fornitori di servizi.

Permangono tuttavia alcuni profili di criticità ai quali non si può nell'immediato trovare una soluzione. In primo luogo, la ricognizione preventiva dei potenziali conflitti di interesse presenta dei connotati definitivi che ne rendono poco agevole l'applicabilità, soprattutto come già detto nel caso di fondi che operano in *outsourcing*. Il secondo luogo, l'aver rimesso all'intermediario la valutazione dell'idoneità delle misure applicabili caso per caso, se da un lato ne assicura l'indipendenza e aumenta il grado di responsabilità dei vertici aziendali, dall'altro impedisce che vi sia uniformità di criteri nell'adozione di tali procedure.

Alla definizione della procedura di gestione dei conflitti di interesse corrisponde infatti una più pervasiva responsabilità degli organi di amministrazione del fondo, chiamati ora non semplicemente a comunicare l'esistenza di un conflitto, ma ad adottare concretamente delle misure volte a prevenire e gestire tali conflitti, esprimendo nello stesso tempo una valutazione caso per caso sull'adeguatezza ed efficacia di tali meccanismi di gestione. Non è tuttavia chiaro se, e nel caso in quale misura, il rispetto da parte del fondo pensione dell'assai articolato precetto di organizzazione (separato e distinto sia dal precetto di trasparenza che dal precetto di astensione) sia rilevante in un eventuale giudizio di responsabilità degli amministratori per il danno subito da un aderente in virtù del compimento di un'operazione in conflitto di interessi.

In un quadro caratterizzato da una coesistenza di intermediari soggetti a molteplici normative in tema di conflitti di interesse, infine, non risulta tuttavia ancora di immediata comprensione il ruolo (e le relative responsabilità) che assu-

merà l’Autorità di Vigilanza; né in qual misura verranno temperati i diversi obblighi informativi posti a carico degli intermediari. Su tali aspetti occorrerà forse interrogarsi più compiutamente in futuro.

Emanuela Napoli

COVIP, Research Department

GOING FURTHER ON INVESTORS' PROTECTION: PRODUCT GOVERNANCE, PRODUCT INTERVENTION AND THE ROLE OF ESMA.*

ABSTRACT: *Questo lavoro analizza come la Directive on Markets in Financial Instruments (Direttiva 65/2014 o Mifid II) e il Regulation on Markets in Financial Instruments (Regolamento 600/2014 o Mifir) abbiano rafforzato i presidi posti a tutela degli investitori, introducendo rispettivamente gli istituti di product governance e di product intervention.*

Oggetto di analisi è stato inoltre il lavoro svolto dalla European Securities and Markets Authority (ESMA) che, con i suoi Technical Advice, ha indicato agli operatori di mercato come tali presidi debbano essere applicati praticamente, sottolineando il profilo sempre più regolamentare della propria attività.

SOMMARIO: 1. From MIFID to MIFID II/MIFIR.-2. Product Governance under MIFID II.-3. Product Intervention under MIFIR.-4. A brief reflection on the role of ESMA under MIFID II/MIFIR.

1. After being in force for almost ten years, the Markets in Financial Instruments Directive (also known as MIFID, Directive 2004/39/EC) has been replaced by the Directive on Markets in Financial Instruments (2014/65/EU, hereafter MIFID II or the Directive) and by the Regulation on Markets in Financial Instruments (600/2014/EU, hereafter MIFIR or the Regulation), two different legal instruments that need to be read together in order to create a new legal framework.

In October 2011, the Commission released both MIFIR and MIFID II Proposal, accompanied by a Staff Working Paper Impact Assessment¹.

Those documents acknowledged the recent markets' structure modifications, such as the proliferation of Over the Counter (OTC) trading; moreover, the

*Contributo approvato dai revisori.

¹See COM (2011) 652/4 (MIFIR Proposal), COM (2011) 656/4 (MIFID II Proposal), SEC (2011)/1226 final.

Commission stressed how technological progress led to the growth of automated trading and high frequency trading (HFT), which not only is risky under the orderly functioning of markets point of view, but also is not regulated under MIFID.

All those elements created an asymmetry in the level playing field between markets participants that had, as consequences, both a lack of transparency for markets participants and an insufficient investors' protection².

Obviously, the recent financial crisis played a fundamental role in shaping the key features of this reform, stressing once more the importance of establishing a safer, sounder, more transparent and more responsible financial system that works for the economy and society as a whole.

In fact, as stated in recital 4 of the MIFID II, the latest financial turmoil "*has exposed the need to strengthen the framework for the regulation of markets in financial instruments*" and recital 3 of MIFIR stressed the importance of creating "*a new framework establishing uniform requirements for the transparency of transactions in markets for financial instruments*".

Regarding the application of these two legal instruments, originally MIFIR should have been applicable from 3rd January 2017, even if, while some provisions should have been immediately applicable³, others should have been applicable from 3rd January 2019⁴.

Also for MIFID II, in the beginning, Member States should have adopt and publish, by 3rd July 2016, the legislative and administrative act necessary to comply with the Directive and should have apply those measures from 3rd January 2017, with the exception of those provisions that should have been applicable

²See SEC (2011)/1226 final, p. 9-18.

³See Namely Article 1(8) and (9), Article 2(2), Article 5(6) and(9), Article 7(2), Article 9(5), Article 11(4), Article 12(2), Article 13(2), Article 14(7), Article 15(5), Article 17(3), Article 19(2) and (3), Article 20(3), Article 21(5), Article 22(4), Article 23(3), Article 25(3), Article 26(9), Article 27(3), Article 28(4), Article 28(5), Article 29(3), Article 30(2), Article 31(4), Article 32(1), (5) and(6), Article 33(2), Article 35(6), Article 36(6), Article 37(4), Article 38(3), Article 40(8), Article 41(8), Article 42(7), Article 45(10), Article 46(7), Article 47(1) and (4), Article 52(10) and (12) and Article 54(1).

⁴See Namely Article 37(1), (2) and (3).

from 3rd September 2018⁵ and those from 3rd July 2015⁶.

Nevertheless, since November 2015, rumors about a possible delay of MIFID II/MIFIR started spreading as a consequence of a request from policy makers and regulators to postpone the introduction of both the Directive and the Regulation⁷.

Those rumors became more concrete when, on 17th November 2015, the European Securities and Markets Authority (hereafter, ESMA) published a letter written by its Chairman Steven Maijor and addressed to the Director General of the Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union⁸, stating that the technically complex elements contained in MIFID II/MIFIR would not be operational by the time this reform should have become applicable (3rd January 2017).

Finally, after months of debate and speculation, on 10th February 2016, the European Commission published two proposals for amending MIFID II and MIFIR⁹.

Both the proposal stressed how the huge challenges met by ESMA, National Competent Authorities (hereafter also NCAs) and stakeholders, particularly the reference data that trading venues and systematic internaliser have to provide to NCAs describing in an uniform manner the characteristics of every financial instrument subject to MIFID II/MIFIR and the robust organizational and conduct of business requirements imposed to improve investors protection, have led to the necessity of postponing the entry into application of this reform.

Therefore, because of the aforementioned delay, the Regulation will be applicable from 3rd January 2018, except for some provisions, and Member States will

⁵See Namely Article 65(2).

⁶See Namely Article 92.

⁷Cfr. STAFFORD, *Europe's Mifid markets rules set for year's delay*, www.ft.com, 2015.

⁸Letter SM to EC- implementation timeline MiFID MiFIR, 2015/1513.

⁹COM (2016) 56 final, 2016/0033 (COD)- Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments as regards certain dates and COM (2016) 57 final, 2016/0034 (COD)- Proposal for a

REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EU) No 600/2014 on markets in financial instruments, Regulation (EU) No 596/2014 on market abuse and Regulation (EU) No 909/2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories as regards certain dates.

have to adopt and publish, by 3rd July 2017, the legislative and administrative act necessary to comply with the Directive and will have to apply those measures from 3rd January 2018, except for some provisions¹⁰.

Obviously, the initial reaction to this adjournment was to assume that it might encourage market participants to divert their efforts from regulatory compliance, but it is clear that this is unlikely to be the case. If anything, in fact, the delay underscores the enormity of the challenge that lays ahead for the market as a whole, considering that MIFID II/MIFIR, since its proposal, went from being a simple review of equity trading to become, after the financial crisis, a powerful tool to strengthen investors' protection and to improve transparency into financial markets, especially over the counter ones.

The key features of MIFID II/MIFIR have one aspect in common, namely the role played by ESMA in developing most of the technical implementing measures necessary to ensure the full functioning of the regulatory framework.

By now, ESMA has released on 22nd May 2014 a consultation paper (the CP), setting out its proposed advice to the Commission regarding delegated acts and a discussion paper (the DP) setting out its proposals for technical standards. On 19th December 2014, ESMA responded on the DP with a consultation paper setting

¹⁰So, as a consequence, Regulation 2014/600/EU is amended as follow: in Article 4 (7) 3rd January 2017 is replaced by 3rd January 2018 and 3rd January 2019 is replaced by 3rd January 2020; in Article 5(8) 3rd January 2016 is replaced by 3rd January 2017; in Article 19 (1) 3rd January 2019 is replaced by 3rd January 2020; in Article 26 (10) 3rd January 2019 is replaced by 3rd January 2020; in Article 35 (5) 3rd January 2017 is replaced by 3rd January 2018 and 3rd July 2019 is replaced by 3rd July 2020; in Article 37 (2) and in Article 52 (12) 3rd January 2017 is replaced by 3rd January 2018; in Article 52 (1) (4) (5) (6) 3rd March 2019 is replaced by 3rd March 2020, in (7), (8), first subparagraph of (9), (10), (11) and in Article 54 (2) 3rd July 2019 is replaced by 3rd July 2020; in Article 52 second subparagraph of (9) 3rd July 2021 is replaced by 3rd July 2022; second paragraph of Article 55 recites "This Regulation shall apply from 3rd January 2018, while the fourth paragraph states that "Notwithstanding the second paragraph, Article 37 (1) and (3) shall apply from 3rd January 2020. Likewise, Directive 2014/65/EU is amended as follows: in Article 90 (1) 3rd March 2019 is replaced by 3rd March 2020, (2) 3rd September 2018 is replaced by 3rd September 2019 and 3rd September 2020 is replaced by 3rd September 2021 and (4) 1st January 2018 is replaced by 1st January 2019, in the second subparagraph of Article 93 (1) 3rd January 2017 is replaced by 3rd January 2018 and 3rd September 2018 is replaced by 3rd September 2019, in Article 94 3rd January 217 is replaced by 3rd January 2018, in Article 95 (1) 3rd July 2020 is replaced by 3rd July 2021 and 3rd January 2017 is replaced by 3rd January 2018.

out draft technical standards and published its Technical Advice.

Furthermore, always on December 19th 2014, ESMA released a Final Report¹¹, including both technical standards and summaries of the responses received during the public consultation.

Lastly, ESMA, between 29th June 2015 and 28th September 2015, published its final technical standards (TS) on MIFID II/MIFIR, translating how the legislation will apply in practice to market participants, market infrastructures and national supervisors.

As stated by Steven Maijoor (ESMA Chairman): *“The rules put out by ESMA today on MiFID II, MAR and CSDR will notably change the way Europe’s secondary markets function. And this will no doubt impact market participants and regulators alike. The magnitude of this change should not be underestimated. But the past has taught us that change is needed in order to make markets more transparent, efficient, and safer to invest in. This will entail a certain cost but we should not forget the other side of this equation, which is the great benefits safer and sounder markets will bring to everybody.”*

Therefore, it is clear that applying MIFID II/MIFIR will bring inevitable costs upon market participants, but it is clear as well that in order to protect investors and, consequently, in order to have a *“safer and sounder markets”* certain changes needed to be made.

For this reason, in this brief work we will analyze the key features of investors’ protection brought by MIFID II/MIFIR, focusing at the same time on the role played by ESMA and on the anticipated costs and benefits of this reform.

2. Product governance¹² represents a transformation in the construction and in the development of investors’ protection: from an era during which investment firms “only” had to guarantee an adequate level of transparency, to an

¹¹See ESMA 2014/1569

¹²See Recital 71, articles 9, 16 and 24 of MIFID II.

era during which investment firms will have to truly understand the specific features of the products they produce and/or sell, comprehending also if those products meet the needs of an identified target market.¹³

One of the key features of the new Directive is the distinction between obligations imposed to manufacturer and distributor investment firms.

In fact, investment firms that produce financial instruments to sell to clients have to maintain a product approval process for each financial instrument, before it is marketed or distributed; the aim of this process is to identify the target market for each product, assuring that all the relevant risks are assessed and that the distribution strategy is consistent according to that identified target market¹⁴.

On the other hand, distributor investment firms will have the possibility to obtain, from the manufacturer, all appropriate information on the financial instrument and on the product approval process, including the identified target market of the financial instrument. Furthermore, the distributor will have to design adequate arrangements to obtain the aforementioned information, in order to truly understand every features of the products and identify the specific target in the market¹⁵.

This need to comprehend the financial instruments offered or recommended is one of the most connotative points of product governance, in fact it is reiterated in article 24 of MIFID II, which states that *“an investment firm shall understand the financial instruments they offer or recommend, assess the compatibility of the financial instruments with the needs of the clients to whom it provides investment services, also taking account of the identified target market of end clients as referred to in Article 16(3), and ensure that financial instruments are offered or recommended only when this is in the interest of the client.”*

As stated in the previous chapter, one of the most distinctive trait of MIFID

¹³See Recital 71 of MIFID II.

¹⁴See Art. 16, par. 3 of MIFID II.

¹⁵*Ibidem.*

It is the role played by ESMA in ensuring the effective fulfillment of the Directive.

In ESMA's Final Report it is shown the persistent dialectic between investment firms and consumers and investors associations¹⁶ that, protecting completely different interests, tend to have opposite ideas regarding the direction that ESMA should take in drafting its technical advice.

For example, a debate regarded whether or not to exclude shares and bonds from the application of product governance rules: investment firms suggested a negative answer, stating that these products are not created by the manufacturer and do not have a designated target market. On the other hand, investors and consumers associations noted that including these products would be fundamental for investors' protection, as they are excluded from the Packaged Retail and Insurance-based Investment Products Regulation¹⁷.

In this case, ESMA embraced the instance of the investors and consumers associations and affirms that product governance rules shall apply to bond and to shares¹⁸.

Moreover, investment firms objected ESMA's proposal to require distributors to inform periodically manufacturers about their experience with the product, as this could generate additional and disproportionate costs for the distributor.

In order to reach an agreement on this point, ESMA used a golden rule of law's interpretation: when in doubt on how to apply a rule and how to delineate its perimeter, always try to understand why that obligation has been created.

In fact, the Authority reminded that the scope of this report is to give to the manufacturer the possibility to review the product and to check if it is still compatible for the relative target market as defined by the manufacturer itself. Hence, the only information that will have to be communicated by the distributor will be those in line with the aforementioned scope, such as data regarding the amount

¹⁶It is important to underline that investment firms usually represent the majority of respondents.

¹⁷See Regulation (EU) no. 1286/2016

¹⁸See ESMA 2014/1569, p. 53-54.

of sales made outside the target market, summary information about the clients and/or a recapitulation of received complaints¹⁹.

Regarding how the firms' structure will have to adapt to product governance, ESMA gives to the compliance function a fundamental role, namely the supervision on and the review of the product governance arrangements, in order to recognize any risk of failure for the firm to comply to its obligation²⁰.

Another aspect that is significant for ESMA is the necessity for the investment firm to consider, before the launch of the product, if the product itself could represent a threat for the market integrity and stability²¹.

Furthermore, investment firms should review their products on a regular basis, deciding on their own the frequency of said review, in order to examine if the product is still coherent with the target market²². Nevertheless, in any case this review should take place prior to any further issue or re-launch and if the firm detects any event that could generate risks for investors²³.

Lastly, an interesting scenario described by ESMA can be found in Technical Advice n. 31, where it is stated that when different firms work together, the firm with the direct contact with the client is going to have the ultimate responsibility regarding product governance obligations, but the intermediate distributor firms must ensure that the relevant information are exchanged between final distributor and manufacturer when it is required by the circumstances and they have to apply the product governance obligations for manufacturer in relation to the service they provide²⁴.

Obviously, product governance represents a huge challenge and it will hopefully create benefits for European financial markets, while eventually bringing

¹⁹See ESMA 2014/1569, p. 54.

²⁰See ESMA 2014/1569, p. 56, Technical Advice n. 8 and p. 60, Technical Advice n. 27 and n. 28.

²¹See ESMA 2014/1569, p. 56, Technical Advice n. 5.

²²See ESMA 2014/1569, p. 58, Technical Advice n. 18.

²³See ESMA 2014/1569, p. 57, Technical Advice n. 17.

²⁴See ESMA 2014/1569, p. 61, Technical Advice n. 31.

costs upon investment firms.

As for generic costs, the European Commission estimated that MIFID II will impose one-off compliance costs of between €512 and €732 million and ongoing costs of between €312 and €586 million per year, having an impact not exceeding 0.15% of total operating spending in the EU banking sector, which is considerably inferior compared to the costs imposed for the introduction of MIFID, that were about 0.6 per cent for retail and savings banks and 0.7 per cent for investment banks of total operating spending²⁵.

With respect to how investment firms will have to cope with product governance, it is quite clear that these new obligations will change the relationship between manufacturer and distributor, with the first always forced to monitor if the second is selling its products to the designed clients. Differently, before product governance, the manufacturer had only to sell its products, with the correct information, to the distributor.

Translated into practical terms, this will compel investment firms to adopt, or at least to increase, valid data management systems, in order to be able not only to communicate rapidly, but also to easily extract data when required²⁶.

Unfortunately, as for now, a consistent number of firms is still not ready for meeting the standards required by MIFID II.

In fact, as outlined by a survey recently conducted by Bloomberg, only 7% of the participants declared their firm to be equipped for MIFID II's obligations, while 50% answered to be in the process of formulating a plan and that they would not be prepared for the deadline scheduled on January 2017. On a positive note, although, 82% of the surveyed replied that preparing for other regulatory directives, such as Volcker, Dodd-Frank Act and EMIR, improved their ability to

²⁵See www.ec.europa.eu

²⁶As surprisingly as it may sounds, some firms still have critical information on paper form, so for them another challenge will be added, namely the computerization of their information (MARIO MANTRISI, *Industry not prepared for MIFID II product governance challenges*, www.fundweb.co.uk)

adapt to MIFID II²⁷.

In addition to the aforementioned critical issues, scholars underlined how product governance actually imposed several obligations upon distributors without taking into consideration that those investment firms cannot intervene on the product designed by the manufacturer; furthermore, the controls enforced by product governance do not regard a single product but rather a category, so it will not be possible to analyze every particular case²⁸.

Another aspect of product governance that has been seen as problematic is the fact that a large group of products might face restriction on retail distribution, as MIFID II has clearly a precautionary and consumeristic approach towards risk, and this could cause some annoyance to banks that, in the current climate, have turned to product design to support revenues²⁹.

Anyway all the previous difficulties should not undermine the validity and the benefits of this new tool, which has the merit of approaching in a new way the problem of mis-selling and gives ESMA a critical role in defining the new suite of obligations, getting consequently closer to a market where conducts are actually standardized as the consequence of the intervention of a single Supervisory Authority.

Obviously, it is still too early to judge analytically the effective benefits that product governance will bring to the European Financial Market.

Nevertheless this tool could represent a real chance to create a strong bond of trust between investment firms and clients, always remembering that trust is the root of a well-functioning market and that a well-functioning market could play a fundamental role in the growth of Europe's economy.

²⁷See Bloomberg Vault, from *The Blog MIFID II, Regulation, Surveillance*, 20th October 2015, www.bloomberg.com

²⁸See CAPRIGLIONE, *Prime Riflessioni sulla MIFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, published on *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2/15, ISSN:2036-4873. p. 92.

²⁹See MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, p. 833-834.

3. Product intervention can be defined as complementary to product governance, since they are both created to protect investors.

This complementarity is confirmed by Recital 29 of MIFIR, which states that product intervention does not relieve investment firms of their product governance responsibilities.

Even if market developments could be better monitored by national competent authorities, nevertheless the impact of the problems related to the ban or to the restriction of certain products can only be fully understood in a Union-wide context and the relative solutions can be efficiently achieved only at the Union level, always in accordance with the principle of proportionality that, as set out in article 5 of the Treaty on European Union, limits the action of the European Union to what is necessary in order to accomplish its objectives³⁰.

So, as a consequence of this synergy that has to be established between National Competent Authorities and European Supervisory Authorities, under product interventions ESMA and EBA (the European Banking Authority) will have to respectively monitor financial instruments and structured deposits that are marketed, distributed or sold in the Union, while NCAs will have to monitor the aforementioned products marketed, distributed or sold in or from their Member State³¹.

Both European Authorities can temporarily prohibit or restrict the marketing, the distribution or the sale of one (or more) of those products or of a type of financial activity or practice³².

Anyway those powers can be used by ESMA and EBA only under certain specific circumstances and only if all of the following conditions are met, namely a significant investors protection concern or a threat to the orderly functioning and

³⁰See Recital n. 48 of MIFIR.

³¹See Article 39 of MIFIR.

³²See Article 40, paragraph 1 and article 41 paragraph 1 of MIFIR.

integrity of financial or commodity markets or a threat to the stability of the whole or part of the European financial system, the absence of regulatory requirements that are applicable to the relevant product and that could address that threat and, lastly, the absence or the inadequacy of the actions taken to address the threat by national competent authority³³.

Once that the above said conditions are fulfilled, both ESMA and EBA must ensure that the eventual detrimental effects of their action are proportionate to the relative benefits and that their action does not create the risk of regulatory arbitrage³⁴.

Regarding the criteria and factors that has to be taken into consideration by ESMA and EBA in determining if an investors protection concern or a threat to the European financial system is present, the Commission will adopt delegated acts to specify those elements, including, for example, the degree of complexity of a structured deposit and the relation to the type of client to whom it is marketed and sold.

Moreover, both ESMA and EBA will have to notify the proposed action to NCAs before actually taking it³⁵.

Those notices will have to be published respectively on ESMA and EBA website³⁶ and the prohibition or restriction imposed will have to be reviewed at least every three months, noting that if a measure is not renewed after that period, it will expire³⁷.

Lastly, the actions taken by ESMA and EBA under product intervention will prevail over any other action previously taken by a NCA³⁸.

Regarding NCAs, product intervention empowers them with the possibility

³³See Article 40, paragraph 2 and article 41 paragraph 2 of MIFIR.

³⁴See Article 40, paragraph 3 and article 41 paragraph 3, letters a) and b) of MIFIR.

³⁵See Article 40, paragraph 4 and article 41 paragraph 4 of MIFIR.

³⁶See Article 40, paragraph 5 and article 41 paragraph 5 of MIFIR.

³⁷See Article 40, paragraph 6 and article 41 paragraph 6 of MIFIR.

³⁸See Article 40, paragraph 7 and article 41 paragraph 7 of MIFIR.

of prohibiting or restricting, not temporarily as for ESMA and EBA, a type of financial activity or of a practice or the marketing, the distribution or the sale of certain financial instruments and/or of certain structured deposits relative to their Member State³⁹.

Another difference between the powers given to ESMA and EBA under product intervention and those attributed to national competent authorities can be found in Article 42, paragraph 2 of MIFIR that states that this kind of authorities may intervene if several conditions, such as the proportionality of the action, are satisfied on reasonable grounds.

At least one month before the measure is intended to take effect, the NCA has to notify said measure to all other NCAs and to ESMA, specifying the details of the proposed prohibition or restriction, the financial instrument or activity or practice towards which the measure is directed and the evidences upon which it has based its decision, proving how each of the conditions in Article 42 paragraph 2 of MIFIR has been met⁴⁰.

After receiving the aforementioned notification ESMA, or for structured deposits EBA, will have to adopt an opinion on whether the prohibition or the restriction is proportionated and justified⁴¹ and if the NCA decides to take action contrary to that opinion, it will immediately have to publish on its website a notice explaining the reasons at the base of its action⁴².

Anyway, in exceptional cases the NCA can take action on a provisional basis, if it is deemed necessary in order to prevent detriment arising from the product the competent authority intends to prohibit/restrict, with a no less than 24 hours' written notice, before the measure is intended to take effect, to all other competent authorities and to ESMA, or to EBA for structured deposits.

In this notice, the national competent authority will have to provide that all

³⁹See Article 42, paragraph 1 of MIFIR.

⁴⁰See Article 42, paragraph 3 of MIFIR.

⁴¹See Article 43, paragraph 2 of MIFIR.

⁴²See Article 43, paragraph 3 of MIFIR.

the conditions contained in Article 42 paragraph 2 of MIFIR has been met and will have to prove that in this specific case a one-month notification period would not have adequately addressed the specific concern or threat.

Moreover, it is prohibited for the national competent authority to act on a provisional basis for more than three months⁴³.

Also for MIFIR, as for MIFID II, the Commission gave to ESMA a mandate for providing technical advice⁴⁴.

Those technical advices, alongside summaries of the responses received during the public consultation, can be found in the Final Report⁴⁵ and the most interesting are those that stressed a complementarity between product intervention and product governance.

So, in Technical Advice n. 3 ESMA lists a series of elements that has to be considered relevant when assessing if there is a significant investors protection concern or a threat to the orderly functioning and integrity of the European financial system, such as the degree of complexity of the financial instrument⁴⁶, the size of the potential problem or detriment⁴⁷ and the type of clients involved in a certain practice or to whom a financial instrument is marketed or sold.

Precisely for this last element, ESMA emphasizes the connection with product governance, stating that it should be taken into consideration if the financial instrument is being sold outside the identified target market or if the target market has been identified correctly⁴⁸.

⁴³See Article 42, paragraph 4 of MIFIR.

⁴⁴Considering EBA's intervention powers, this Authority received a separate mandate and held a separate consultation.

⁴⁵See ESMA 2014/1569.

⁴⁶More in detail, the type and the transparency of the underlying, the performance calculation complexity and the nature of any risks should be considered, as stated in ESMA 2014/1569, p. 191, Technical Advice n. 3, paragraph i, letters a, c and d.

⁴⁷More in detail, the notional value of the financial instrument, the number of clients, investors, market participants and intermediaries involved and the anticipated persistency of the problem should be considered, as stated in ESMA 2014/1569, pp. 191-192, paragraph ii, letters a, b, e and

⁴⁸See ESMA 2014/1569, p. 192, Technical Advice n. 3, paragraph iii, letter e.

Another link with product governance can be found always in Technical Advice n. 3, paragraph xi, where the Authority advises to consider the situation of the issuer of the financial instrument, but not only under the financial situation and transparency point of view, but also considering whether the manufacturer or the distributor provided an insufficient, or an unreliable, information about the instrument to the identified target market.

Obviously, product intervention received few critics from scholars and some of them underlined how this new set of powers gives to European and National Authority the faculty to intervene only after that a potential risk has been detected, instead of providing those Authorities with authorization powers to use before any financial instrument's launch⁴⁹.

On the other hand, others scholars noticed that product intervention, with its ex-post prohibition powers, could led to a more precautionary and consumeristic approach towards potential risk, implying that investors choices and autonomy could be trumped by a regulatory decision⁵⁰.

This brief analysis has shown that product intervention has been designed with the clear intent of reaching a balance between two different ideas of financial markets, coming from the different cultures that form the European Union: a market that has to be regulated, with the intervention of Authorities, and a market that can regulate itself.

The result of this commendable effort is a legal instrument that gives to ESMA, and to National Competent Authorities, the power to intervene, yet only as a last resort, if from a financial instrument significant problems might arise.

Obviously, if used in an overly strict manner, product intervention could have the negative effects of reducing financial innovation and investments from market participants; nevertheless, this tool, if used wisely, could create a safer en-

⁴⁹See CAPRIGLIONE, *Prime Riflessioni sulla MIFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, published on *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2/15, ISSN:2036-4873. p. 95-97.

⁵⁰See MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, p. 834.

vironment for investors and a more uniformed financial market.

Surely, the burden of the success of product intervention will lie upon how ESA and NCAs will cooperate, and so this should be seen as the ultimate chance of improving the unity among the European market, confirming that it is still beneficial to work towards a more united Europe.

4. While the previous part of this brief work has been focused primarily on product governance and product intervention, this last paragraph's intent is to take a look on how ESMA, under MIFID II/MIFIR, is becoming always more a supranational supervisory authority⁵¹.

The main object of this work has been investors protection and it is clear that in the wake of the recent crisis the attention of the Legislator has passed from an *ex post* control to an *ex ante* one, where the compliance with conduct rules is required in each and every step of the investment service: from engineering of the product to its selling techniques.

And in all these passages, ESMA indicates to investment firms how they have to behave, enunciating those prescription in an extremely detailed way, as illustrated in its Technical Advice, in order to protect the trust relationship between investors and intermediaries, assuring that the investment is always coherent with the investor's characteristics and with his profile.

An evidence of this new *ex ante* approach is obviously product intervention, that gives to ESMA, and in some case to EBA, the power to prohibit or limit the distribution, the selling and the commercialization of financial instruments, in the circumstances stated in articles 40-43 of MIFIR.

Relevant in this case is the surpass of the traditional concept of supervision on the financial markets, where it was traditionally believed that the single inves-

⁵¹See GROSSULE, *Affidamento sull'intermediario e obblighi di informazione in executivis*, in *Banca borsa titoli di credito*, fasc. 4, 2015, p. 425.

tor was capable of evaluating his private interests better than the public authority. With MIFID II/MIFIR, on the contrary, there is a sort of paternalism, which creates a protection that, in certain particular cases, goes beyond the free evaluations made by investors⁵².

The result of this new attitude towards investors protection is that rules that govern the relationships between private parties are becoming more and more subject to public supervision and public enforcement, but considering how fundamental are the interests that these rules should protect, such as the stability and the integrity of the European markets, this turn to a growing centralization of public supervision and enforcement at EU level, not only should not surprise but should also be welcomed.

Obviously, this important reform and the relative ESMA's role are not immune from critical aspects, which has been already underlined by several scholars.

For example, it has been stressed that MIFID II/MIFIR does not contain any rules concerning the contractual consequences of the investment firm's noncompliance with product governance provisions, so the relief that the investor could obtain in this case will largely depend on the legal order of each Member State⁵³.

Evidently, this is not a secondary problem, especially because of the difficulties regarding the causal link between the intermediary conduct and the damage suffered by the investor, who could face serious complications in proving that he would not have made a certain investment if he were properly advised.

For these situations, a useful solution could have been to provide the reverse burden of proof in favor of the investor, with the presumption that he would not have made an investment, that has turned out to be disadvantageous, if he were properly informed, but also on this hypothesis MIFID II/MIFIR is silent⁵⁴.

⁵²See PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, fasc. 1, 2015, p. 31.

⁵³This solution has already been adopted by the Court of Justice of the European Union in the case *Genil v. Bankinter* (Case C-604/11).

⁵⁴See CHEREDNYCHENKO, *Public and private enforcement of European Private Law in the financial services sector*, in *European Review of Private Law* 4-2015, p. 635-638.

Another critique that has been formulated regards product governance and the way NCA can intervene over investment firms' product development process, following the indications provided by ESMA in its Technical Advice.

It has been stated that ESMA should not impose its view on how a good financial product should be created and sold by investment firms, since it would be better to adopt a collaborative attitude towards those firms, confronting them about their product governance process and giving them the possibility to reevaluate it, taking into consideration not only investors' interests but also their own⁵⁵.

This latter remark though, regardless of its agreeability, shows that ESMA is already perceived like an authority with quasi regulatory powers, that can strongly influence investment firms' conducts, while supervising them with the aid of NCA, really acting like the heavy hand of soft law.

It cannot be denied in fact that ESMA with its action could create a really homogenous regulation that could achieve a minimum harmonization and that this authority, with its work, is constantly building a fundamental link between the European Union legislative trends and the domestic ones⁵⁶, maintaining at the same time an active dialogue with market participants, that allows it to be always aware of the most recent events and changes on the markets.

Considering all the limitations that the Meroni case⁵⁷ has imposed on European Union institutions for establishing independent agencies and for delegating their powers to them, resulting in a prohibition for them to delegate their core functions and their rule making authority, it can be affirmed that ESMA represents a satisfactory compromise between granting those institutions to maintain their powers, such as the formal endorsement of the Commission of the technical standards provided by ESMA, and creating an effective common culture of super-

⁵⁵*Ibidem*, pp. 626-628.

⁵⁶See CAPRIGLIONE - SACCO GINEVRI, *Politics and Finance in the European Union*, in *Law and Economics Yearly Review*, Forthcoming, pp. 29-30.

⁵⁷See Case 9/56 Meroni v. High Authority [1957-58] ECR 133.

vision, with binding technical rules that will contribute to develop the single rule book.

Moreover, with the European Banking Authority outshined by the fundamental importance that the European Central Bank has acquired in the last few years and with the European Insurance and Occupational Pensions Authority competent for a market that is still perceived as not significant, it can be also affirmed that in the next future the European Securities and Markets Authority will probably become always more influential in supervising and regulating the European financial markets.

Giulia Sesti

*Associate at Optimum Asset Management S.A.
Legal and Compliance Department*